

# 会社法210条に基づく新株発行差止めの仮処分命令申立て

— 京都地決平成30年3月28日金融・商事判例1541号51頁 —

金 田 充 広

## 要 旨

本件は、債務者である株式会社の経営支配権に争いがある場合に、債務者が時価を著しく下回る金額で第三者割当（以下「本件新株発行」という。）をした事案である。債権者が、本件新株発行は、財務体質改善等を目的とするものではなく、債権者の持株比率を低下させて現経営陣の支配権の維持・確保を目的とするものであるなど、本件新株発行が法令違反の株式発行であり、かつ著しく不公正な方法による株式発行であるとして、会社法210条各号に基づき、これを仮に差し止める旨の仮処分命令を申し立てた。裁判所は、主要目的ルールにより、本件新株発行は著しく不公正な方法によるものであり、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と判示した。そして、本件新株発行によって、債権者その他の株主の持株比率が低下し、株主が不利益を受けることは明らかであるとして、同条2号により申立てを認容した。

キーワード：新株発行の差止め、主要目的ルール、著しく不公正な方法、有利発行

### 〔事実の概要〕

Y会社（債務者）は、産業廃棄物の再資源化、リサイクルを行う子会社の支配、管理等を主たる事業とする株式会社であり、東証JASDAQに上場している。資本金4億7492万円、発行可能株式総数240万株、発行済株式総数116万9424株である。X会社（債権者）は、産業廃棄物の収集、運搬及び処分を主たる業とする公開会社でない株式会社である。資本金は4000万円である。

Yの株主構成は、平成29年12月31日時点で、A（Y代表者）が31.9%、Xが22.87%、Yの社員持株会が5.16%、その他である。Xは、市場内外でY株式の買増しを進め、平成30年3月2

日時点で、Xの完全子会社の代表者（以下Xと併せ「X側」という。）が同日に市場内で取得した株式も合わせれば、発行済株式総数の25.34%を保有するに至った。

Yは、市場変化への対応と収益基盤の強化によって財務体質を改善するための設備投資の資金調達のため、同年2月26日、取締役会（以下「本件取締役会」という。）において、同年3月27日開催予定の定時株主総会（以下「本件株主総会」という。）の承認可決を条件として、本件新株発行を決議した。発行する株式数は普通株式17万7800株、払込金額1株につき1130円で、払込期日は同年4月2日である。割当予定者は、株式会社6社その他2名である。

本件新株発行の払込金額（以下「本件払込金額」という。）は、本件取締役会の決議日の6か月前の営業日である平成29年8月28日から同年12月5日の終値の平均価額から10%ディスカウントした金額に相当する。また、本件払込金額は、本件取締役会の決議日の直前営業日（平成30年2月23日）の終値2693円から58.04%を、同日までの6か月間の終値の平均値1815円から37.72%を、それぞれディスカウントした金額である。本件新株発行が行われた場合、同年3月2日の持株数を基準に考えれば、Xの持株比率は、約25%から約22%に低下する。

Yは、同年2月26日に、本件新株発行に関するプレスリリースを發出した。これによりXは、本件新株発行の事実を知り、同年3月2日付けの書面により、本件新株発行による資金調達、全株主の利益を著しく害するとして反対する旨表明するとともに、Yに資金調達の必要があるのであれば、直近の市場株価で、本件新株発行の発行総額のY株式を引き受けることを提案した（以下「X提案」という。）。

本件株主総会の招集手続きに際して、Yの取締役会が株主に送付した参考書類には、本件新株発行について、本件払込金額が市場株価に比べて特に有利な払込金額かについての明示的な記載はなく、なぜその払込金額で募集をする必要があるのかに関する記載がなかった。Xは、株主に対し、X提案を説明するとともに、Xに議決権代理行使の委任状を交付するよう勧誘する書面を送付した。Yは、本件新株発行差止めの仮処分命令の申立書を受領した後の同月16日に、株主に対し書面により、Yは、本件払込金額は適正な価格であり、X提案に従いXに増資を行うことは適切でないこと、本件新株発行が、将来的な株主の利益の最大化につながる最善の策と考えている等と説明した。

同月27日、本件株主総会が開催され、本件新

株発行に係る議案は承認可決された。

#### 〔理由〕

申立認容。

「2 本件新株発行は「著しく不公正な方法」(会社法210条2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…

#### (2) 不公正性

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あたるといべきである。

…Yが主張する事実には、意図的にXに不利な情報を抽出している疑いもあり、Xが筆頭株主になったことを理由にD及び同社が所属するTのグループ企業がYと取引をしなくなるとは認め難いほか、その他Yの企業価値を毀損する事由が生じるとも考えにくい。…

#### (3) 本件株主総会における特別決議の意義

…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199条3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73条1項2号)。

…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べきで

ある。

…X提案を受けた後にYが株主に対して配布した本件株主総会の参考書類と参考書類と同封で配布されたQ & A書面には、本件新株発行について、第三者割当増資が最善の資金調達方法であると判断するに至った理由や、募集株式の内容や本件割当先を選定した理由、払込金額を1130円とした経緯、理由に関する記載はあるものの、有利発行に当たると判断される可能性があることを自認しつつも、X提案の内容やこれを受け入れない理由に関する記載はない。…

そうすると、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公正性を阻却することにはならないといふべきである。』

## 研究

### 1 総説

本件<sup>(1)</sup>は、株式会社の取締役会決議に基づく第三者割当てによる新株発行が、著しく不公正な方法による新株発行であること等を理由に、その差し止めの仮処分の申立てが認容された事案である。本件新株発行は、株主総会の特別決議において承認の特別決議を経ているが、その主要な目的がY会社の現経営者の支配権維持目的とするものであるから、その不公正性が阻却されないと判示する。

取締役は、募集事項の決定に関する株主総会の決議において、当該第三者に対する有利発行を必要とする理由を説明しなければならない

(会社法199条3項)のであるから、株主は、株主総会において説明があれば、一般的に新株発行に賛成すべきか否かに関する判断材料を得ることができる。有利発行に関して株主の支配的な利益あるいは経済的利益に関する不利益があるとしても、新株発行に関する株主総会の特別決議により、株主共同利益すなわち企業価値の観点から、株主は判断をしているのである。株主割当て以外による新株発行であって、持株比率が前後において異なることになり、また既存株主の保有する株式の経済的価値が減少することになったとしても、問題はないはずである。株主総会の特別決議という手続きにより、既存株主の不利益を捨象してでも有利発行することに会社の利益が存するのである。

しかし議決権行使に際して、株主の判断材料が十分でなければ、誤った判断に導かれるおそれがある。十分な判断材料を提供していれば、異なる結果になったかもしれないからである。十分な説明とは、株主の誤った判断を導くことがない説明である。それでは説明があるのに、新株発行を差し止めることができる瑕疵をどのように解すべきであろうか。株主の誤った判断を導くことがないような十分な説明がないということでは十分なのかということである。あるいはそもそも株主総会の特別決議があれば、そうした判断を容れる余地のない事項であるのかということである。いずれにしても新株発行が有利発行である場合、説明はあるが、場合によっては差し止めの可否からすると無いと評価できるもの、したがって差し止めることができるものと、差し止めることができるほどの瑕疵がないものに分類することができる。本件は、説明はあるが、差し止めることができるほどの瑕疵がないケースである。差し止めの可否からすると説明はあるが、株主は十分な説明を受けていないということである。そして同210条2号の「著

しく不公正な方法により行われる場合」にあたるものとして、現経営者の支配権維持の観点から、その差止めが認容された。

## 2 事前規制と事後規制

第三者割当が妥当であるのか否かについての判断、すなわち株主が会社に対して、会社法199条1項の募集に係る株式の発行又は自己株式の処分をやめることを請求することができるのは、同211条の1号・2号が規定する場合において、株主が不利益を受けるおそれがあるときである。会社法の実体法規により株主の権利を実現するための方法としては、会社に対して当該新株の発行をやめるよう請求することができるほか、同条に基づく権利を訴訟において請求することができる。しかし、通常、会社に新株発行をやめることを期待することはできないであろうし、新株発行の手続きは、訴訟が提起され継続する間においても進行する。また、いったん発生した新株発行の効力が生じた後においては、当該新株発行の無効を主張することができるだけである。一般の無効主張とは異なり、株式会社の成立後において新株発行をする場合に、その無効を主張するためには、訴訟によらなければならない（同828条1項2号・2項2号）。

以上のような理由から、同211条の株主の権利を被保全権利として、新株発行の差止めの仮処分の申立てをして迅速に新株発行の手続きを差し止める方法が効果的である（民保法23条2項）。また實際上、新株発行の差止請求権の存否を本案として争われることはないといわれている<sup>(2)</sup>。一般的に、株主は、新株発行によって、被ることある著しい損害又は急迫の危険を避けるために、仮の地位を定める仮処分命令を申し立てることにより、当該新株発行を争うことになる。株主は、被保全権利及び保全の必要

性を疎明しなければならない（同13条1項2項）。そして申立てを認容する仮処分命令が出されると、本条にもとづく新株発行の差止請求権が認容されたのと同じ結果が実現されるわけであるから、いわゆる満足の仮処分である。

本件は、事前規制として、新株発行の差止めの仮処分が申し立てられた事案である。本件新株発行は、同210条2号の「著しく不公正な方法により行われる場合」にあたるものとして、Xは差止請求権を有するものとされた。保全の必要性については、「Xの持株比率は、本件新株発行によって、約25%から約22%に減少する」とし、かつ「本件新株発行の払込期日は、平成30年4月2日であるから、間近に迫っている」と判示し、保全の必要性が認容されている。

## 3 当事者の主張

本件は、Yの株主であるXが、Yに対し、本件新株発行が、①会社法210条2号が定める「著しく不公正な方法」による株式発行であること、②同条1号が定める法令違反の株式発行でもあるとして、本件新株発行差止めの仮処分命令を申し立てている。

新株発行の際の払込金額が株式を引き受ける者に特に有利な金額である場合、すなわち有利発行であるならば、会社法が「株主総会において、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を説明しなければならない」と規定しているから、説明がなければ法令違反であり、そのことを理由として当該新株発行を差し止めることができる（会社法199条1項2号2項3項・210条1号）。もちろんある程度の説明がなされ、法律上の基準（同210条1号）に照らすならば、新株発行を差し止めることができるとするほどの瑕疵はないといった程度のものであるであろう。

しかし会社法210条1号が定める法令違反の

株式発行であるとするXの主張に対する判断がやや希薄であるように思われる。本件新株発行に関して、法令違反が問題になるのは有利発行であるから、これを理由として差し止めるべきであるとの主張に対する判断である。保全手続きに関して、法は「保全命令の申立ては、その趣旨並びに保全すべき権利又は権利関係及び保全の必要性を明らかにして、これをしなければならぬ。」と規定しており、申立人はこれらを明らかにして申し立てていることを前提に、裁判所は、疎明の存否を判断しなければならない（民保法13条1項2項、民訴法246条参照）。

そのため裁判所は、もっぱら本件新株発行の不正発行に関する差止請求権の存否を検討している<sup>(3)</sup>。

#### 4 著しく不公正な方法による新株発行

##### (1) Xの主張の骨子

Xは、本件新株発行は、その影響力を低下させて現経営陣の支配権を維持する目的でなされるものであり、本件新株発行を承認する株主総会の特別決議がされるとしても、不正性は阻却されないと主張する。Yは、①支配権争いの存在しないこと、②Xの提案を拒絶することには、Yの企業価値の観点から合理的な理由があること、③払込金額が企業価値を公正に反映したものであること、④本件新株発行は支配権維持を目的としたものではなく、資金調達为目的であることを主張し、予備的に、株主総会の特別決議を経ることが不正性を否定すると主張している。

##### (2) 会社法210条2号の「不正性」の判断

###### ① 会社の経営支配権争い

会社経営支配権につき争いがある場面において、既存の株主の持株比率に重大な影響を及ぼす数の新株が第三者に割り当てられる場合にお

いて、当該新株発行が特定の株主の持株比率を低下させることを主要な目的として行われるとき、当該新株発行は著しく不公正な発行として差し止めることができる。いわゆる主要目的ルールの基準である<sup>(4)</sup>。

この点に関する裁判所の判断は、XがYの経営に関与したいと確固とした意思を有していたこと、それを実現する財源的裏付けがあること、XがYの株式を自己資金で買い進め、その議決権割合が近い将来Yの株主総会の特別決議を否決するのに十分な議決権をとる可能性があること、YがXに警戒感を抱いていたことなどから、XとYの現経営陣の間で、会社の支配権争いがあることが一応認められるとしている。

###### ② 本件払込金額とX株式の希釈化

裁判所は、「Yは、3期連続で、売上高を伸ばし、営業利益を計上しているから、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えることができ、少なくとも平成29年12月6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」、と判示する。

さらに一方において、Yが、払込金額総額2億円に対して、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としたうえで、「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るものであることが推認される。」と判示する。

この判断に関しては、新株発行規制における観点として、Yの既存株主の経済的利益及支配的利益の観点からすると、本件新株発行における払込金額が、「上記取締役会決議日の直前営

業日（平成30年2月23日）までの6か月間の終値の平均値1815円から37.72%をディスカウントした価格である。」として、既存株主が被ることある経済的不利益を明らかにしつつ、払込金額が著しく低いため、一定の調達価格を達成するために大量の株式を発行することになるから、既存株主の支配的利益が侵害されることになるという事実の指摘がある。払込金額が時価より著しく低いことは、それ自体、有利発行の疑いがある。他方、本件新株発行により、平成30年3月2日の持株数を基準にすると、Xの持株比率は、約25%から約22%に低下する。その割合は、資金調達の必要性とともに考えると、Xの株式を大きく希釈化するとまでは言えないのではなかろうか。

裁判所は、不公正発行に関する説示において「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るものであることが推認される。」と判示する。

### ③ 株価高騰と株式の高値売抜け

前述のように、払込金額総額2億円に対して、著しく大量の株式を発行すること、すなわち本件払込金額がX株式を希釈化することになることが、本件新株発行におけるYの現経営陣の支配権維持の目的を推認させているわけである。これに対して、Yは、基準とすべき価格は、買占めが始まった後の株価は公正な企業価値を反映していないとして、異常な事実の影響を受けない段階の市場株価を基準にすべきであり、本件払込金額は公正な価額と主張する。これに対して、裁判所は、「本件において、少なくとも平成29年12月6日以降取締役会決議日直前営業日までの株価を全て算定の基礎から除外することは、合理性を欠くというべきである」

として、本件株価算定の基礎に関する判断について判示している。

その根拠として、①Xが株式の取得を差し控えた同月22日から平成30年2月28日の間も、株価は上昇を続けていること、②XはYとの業務提携を希望しており、少なくとも近い将来にこれを高値で売り抜けることを目的としているとは考えにくいこと、③同月19日付けの新聞報道を契機にYが市場で評価を受けたことを原因とする面もあること、④Yが、3期連続で、売上高を伸ばし、営業利益を計上していることを列挙している。特に②の根拠は、主要目的ルールにおける特段の事情の判断を行っているということができる。

ニッポン放送新株予約権発行差止事件<sup>(5)</sup>において、裁判所は、「経営支配権の維持・確保を主要な目的とする新株予約権発行が許されないのは、取締役は会社の所有者たる株主の信託に基礎を置くものであるから、株主全体の利益の保護という観点から新株予約権の発行を正当化する特段の事情がある場合には、例外的に、経営支配権の維持・確保を主要な目的とする発行も不公正発行に該当しないと解すべきである。」と判示している。そして特段の事情として、例えば、株式の敵対的買収者が、①いわゆるグリーンメイラーである場合、②いわゆる焦土化経営を行う目的で株式の買収を行っている場合、③被買収会社の資産を債務の担保や弁済原資として流用する予定で株式の買収を行っている場合、④株式の高値売り抜けをする目的で株式買収を行っている場合など、当該会社を食い物にしようとしている場合には、経営支配権の維持・確保を主要な目的とする新株予約権の発行を行うことが正当なものとして許されるとしている。本件の場合も、Yの現経営陣の支配権を維持する目的でなされる本件新株発行において、特段の事情の有無が判断されているという

ことができる。

#### ④ 企業価値の観点

Yは、Xとの間で資本業務提携をすることは、Yの企業価値を毀損すると判断したためにX提案を拒絶したのであって、支配権維持を目的とするからではない旨主張する。これに対して、裁判所は、Yが主張する事実には、意図的にXに不利な情報を抽出している疑いもあり、Xが筆頭株主になったことを理由にD及び同社が所属するTのグループ企業がYと取引をしなくなるとは認め難いほか、その他Yの企業価値を毀損する事由が生じるとも考えにくいと判示する。

2005年5月27日に、経済産業省及び法務省が公表した「企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針」（以下「指針」という。）によると、企業価値とは、「会社の財産、収益力、安定性、効率性、成長力等株主の利益に資する会社の属性又はその程度をいう。」である<sup>(6)</sup>。会社買収が成功すれば経営支配権が奪取され経営者が入れ替わることを意味する。そして会社買収には、良い買収と止めなければならない買収とがあるとされる。いずれにしても企業価値を向上させ、そのことにより株主共同の利益を確保し、増大に資する経営者を選ぶことができなければならない。株主全体の意思は、株主総会における決議によって実現する。その決議が企業価値の観点から、是認されるのであれば、経営支配権の維持・確保を主要な目的とする新株発行も適法なものとして行うことができる<sup>(7)</sup>。

本件の場合は、Xにおいて、Yと業務提携の意欲があり、また財務上もXに有利な提案をしているのであるから、その点からしても、主要目的ルールの適用における特段の事情はないといえることができる。しかし「Xは創業当時反社

会的勢力との関わりが深く、現在は関係性が一切断ち切られたとは確信が得られないとの風聞があることが一応認められるに留ま」というのであるから、Xが筆頭株主になったとしても、またYの企業価値を毀損することはないとしても、一般的には、Yにおいて業務提携に消極的な対応があったとしても当然のことと解せられる。

## 5 有利発行に関する株主総会の特別決議

### (1) 特に有利な金額による新株発行

#### ① 新株の割当先

資金調達としての目的とともに会社の防衛手段として新株発行が用いられることがある。しかし会社の経営支配権が争われている状況において、特定の株主の持株比率を低下させその影響力排除を目的として、持株比率に影響のある大量の株式を発行することは差止めの理由になる。

支配権争奪の観点からすると、会社にとって友好的な相手に株式を割り当てることがきわめて重要である。しかし会社に友好的な者に株式を割り当てることは、場合によって必ずしも容易ではない。そのタイミングで株式を引き受けてもらえばよいが、実際には期待通りにならないこともある。

会社防衛の観点から、あらかじめ株主構成をそれに備えておくことは重要であるが、容易でないこともあるし、緊急に対応するとなればなおのこと困難を伴うことが予測される。そのため特に発行価額をディスカウントして引き受けやすくすることが考えられる。

従業員持株会のメンバーに特に有利な金額で割り当てること、あるいはメインバンクから人的物的な面において支援を得るために特に有利な金額で割り当てること、新株発行に際して、これらは一般的に肯定できる方法であると解す

る<sup>(8)</sup>。しかし他方において、既存株主の経済的利益が侵害されることがあってはならない。会社法は、これに対して、「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を説明しなければならない。」と規定し、株主の判断資料の提供のために理由の説明を課している（会社法199条1項3号）。理由の説明を基礎として、株主は、株主総会の議決権行使において新株発行に反対し、あるいは賛成する。それゆえ、この点に関する判断として、Yが積極的にX提案に触れて説明しなければならないのはなぜかが説明されるべきとする意見が出てくるのも当然のことと解せられる<sup>(9)</sup>。X提案は、Yにとって、本件新株発行よりも財産的利益の観点から有利だからである。

## ② 公正な発行価額

上場会社の場合は、株式に市場価格があるから、資金調達はその価格で行うことが可能である。時価発行することにより、経済的利益が新株主に移転せずに、新株主と既存の株主が、等価値の資本参加をすることになる。しかし現実的には、機動的に資金調達を達成するために、発行価額を時価より多少引き下げることが合理的であることもある。判例<sup>(10)</sup>は、このような場合における公正な発行価額は、「発行価額決定前の当該会社の株式価格、右株価の騰落習性、売買出来高の実績、会社の資産状態、収益状態、配当状況、発行済み株式数、新たに発行される株式数、株式市況の動向、これらから予測される新株の消化可能性等の諸事情を総合し、旧株主の利益と会社が有利な資本調達を実現するという利益との調和の中に求められるべきものである。」とする。

上場会社の場合には、日本証券業協会の「第三者割当増資の取扱いに関する指針」（平成22年4月1日）によると、「払込金額は、株式の

発行に係る取締役会決議の直前日の価額（直前日における売買がない場合は、当該直前日からさかのぼった直近日の価額）に0.9を乗じた額以上の価額であること。ただし、直近日又は直前日までの価額又は売買高の状況等を勘案し、当該決議の日から払込金額を決定するために適当な期間（最長6か月）をさかのぼった日から当該決議の直前日までの間の平均の価額に0.9を乗じた額以上の価額とすることができる。」としている。この基準に沿った払込金額で新株発行をすることによって、既存株主の利益と会社の利益の調和の観点から、一応の合理性があるものと判断される。

株価高騰のケースには、市場において企業価値の増大に対する期待が反映されている場合もあるし、他方において、買収者その他関係者が一時的に大量の株式を買い集め、株価高騰の時期を狙って高値売抜けを画策し、これを実行した結果によることもある。しかし事業参加に積極的な意図で会社買収を開始した後に、方向転換して時期を見て株式を売却するような場合には、外形的にその区別は必ずしも明確ではないこともある<sup>(11)</sup>。Yは、買占めにより株式の市場価格が高騰した場合は、その後の市場価格は株式価値の実体を反映していないから、異常な事実の影響を受けない段階の市場株価を基準とすべきであり、本件払込金額は公正な価格であると主張する。裁判所も、この点に関して、「債権者の買増しが、平成29年12月6日以降の株価の推移に影響を及ぼしていることは、一応認められる。」としつつ、Xが高値売抜けを目的としていることは考えにくいとし、「少なくとも平成29年12月6日以降取締役会決議日直前営業日までの株価を全て算定の基礎から除外することは、合理性を欠く」と判示した。株式市場が企業価値の増大を評価して高値がついているのであれば、やはりその価額を基準とすべき



であろう。

## (2) 本件有利発行に関する裁判所の判断

### ① 会社法199条3項の理由の説明

本件新株発行は、有利発行の際の会社法199条3項の理由の説明について、裁判所の判断が示されている。

裁判所は、「2 本件新株発行は「著しく不公正な方法」（会社法210条2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（3）本件株主総会における特別決議の意義」において、「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公正性を阻却することにはならないというべきである。」と判示する。

会社法199条3項が、有利発行の場合において、株主総会において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を説明しなければならないのは、株主の判断の正当性を確保するためである。そうすると説明があるとしても、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る場合には、同条項の説明をしたことにはならないから、法令違反の瑕疵があると解すべきである。他方において、同199条3項が理由を説明しなければならないとする趣旨に反する程度の瑕疵はない場合もある。この場合は、法令違反ではないので、新株発行を差し止めることはできず、株主総会の決議に委ねざるを得ない。

裁判所は、後者の立場であり、その結果、本件新株発行の差止めの判断については、著しく

不公正な方法によるものとして差し止めることができる」と判断している<sup>(12)</sup>。しかし新株発行の可否を決める株主総会における議決権行使に際して、有利発行の理由が説明されてはいるが、その判断の正当性を失わせるような瑕疵があると云わざるを得ないにもかかわらず、それを理由として本件新株発行を差し止めることができない程度の瑕疵ということができるとは依然として問題である。

### ② 希釈化の程度が低い増資の選択肢

有利発行の際の会社法199条3項の理由の説明については、会社法施行規則73条1項が、株主総会参考書類には、次に掲げる事項を記載しなければならないとして、その2号に「提案の理由（議案が取締役の提出に係るものに限り、株主総会において一定の事項を説明しなければならない議案の場合における当該説明すべき内容を含む。）」と規定している。

裁判所は、希釈化の程度が低い増資の選択肢があるにもかかわらず、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している。裁判所の認定によれば、「X提案を受けた後にYが株主に対して配布した本件株主総会の参考書類と参考書類と同封で配布されたQ&A書面には、本件新株発行について、第三者割当増資が最善の資金調達方法であると判断するに至った理由や、募集株式の内容や本件割当先を選定した理由、払込金額を1130円とした経緯、理由に関する記載はあるものの、有利発行に当たると判断される可能性があることを自認しつつも、X提案の内容やこれを受け入れない理由に関する記載はない。」としている。

さらに裁判所は、Yが、有利発行をする理由について、客観的合理性は必要とされず、その理由が十分なものであるかどうか否かは株主が議決権行使を通じて判断すべきであると主張す

るのに対して、「有利発行をする理由についての客観的合理性を不要とするYの立場を前提にしても、本件のX提案について説明すべきなのは前記説示のとおりである」として、希釈化の程度が低い増資の選択肢があるにもかかわらず、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ことを判示する。

### (3) 客観的合理性の観点

会社法は、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を説明しなければならないとするが、行われた説明が判断するのに十分であろうかということは問題となしうる。個々の株主の判断の基礎となった理由の説明に客観的合理性を必要とするか否かは、また別の問題であろう。客観的合理性の基準を満たさなくとも、あるいは客観的に合理的であるとしても、結論として株主総会の決議は賛否いずれかに決まるわけである。

一方において、株主が会社のする説明に納得しているのに、客観的合理性がないということ自体が株主総会決議の取消事由になるわけではないとする見解がある<sup>(13)</sup>。しかし株主が、当該株主総会において議決権を行使するにあたり、その判断を誤らない程度の理由の説明が重要である。理由の説明が十分でなかったがために、株主が判断を誤り賛成し又は反対することがあるからである。法の趣旨は、適切な判断材料を株主に提供することにより株主を保護することである<sup>(14)</sup>。株主は、提供された資料に基づき、その説明を参考にして株主総会において議決権を行使するわけであるから、そもそも重要な事実の開示がないとき、虚偽の事実を提供するなど、十分な資料の提供があれば異なった結果になっていたであろうと判断されるのであれば、やはりそれらは決議取消の原因になると解すべきであろう<sup>(15)</sup>。当該説明が客観的合理

性を充足していない場合には、一見明瞭に、合理性がないということが出来るものから、合理性があるとまではいえないものまでである。理由の説明の真否、及び重要な事実の開示の有無に関する瑕疵は、合理的でないことが明らかである。これら以外に、理由の説明に客観的合理性を求めることができるかということについては、かならずしも否定的に解すべきではない<sup>(16)</sup>。

たしかに株主において顕著な理由の説明について、すなわち株主に説明された事実、客観的合理性がないこと自体は、株主総会決議取消事由になるということとはできないという見解は、原則的にはそのとおりである。株主は、説明をもとに自らの判断と責任で議決権を行使するだけであるし、また根拠条文がなければ取り消すことはできない（会社法831条1項）。しかし理由の説明には、判断材料として出すべきを出さない場合や真実でないことがあるかもしれないし、さらに個々の事案における将来にわたる見通しや計画、及び経営上の判断が提供される場合において、法の趣旨を逸脱したものもありうることから、その客観的合理性の有無が判断されなければならないと解する。そして理由の説明に客観的合理性がないのであれば、株主総会決議取消事由の観点からすると、「著しく不当な決議」になることがあると解する（同条項1号）<sup>(17)</sup>。それとももに著しく不公正な方法（会社法210条2号）による新株発行の株主総会の特別決議が、客観的合理性がない理由の説明をもとに行われた株主総会決議に基く結果である場合もありうる。本件新株発行は、このようなケースの例であろう。

(1) 本件に関する評釈、コメントとして、大塚和成「判批」銀行法務21 830号66頁、840号76頁、小菅成一「判批」嘉悦大学研究論集62巻1号51頁、鳥山恭一「判批」法律のひろば72巻3号61頁、中曽根玲子「判批」

- 新判例解説Watch24号125頁、福島洋尚「判批」ジュリスト臨時増刊(1531号)93頁、堀井拓也「判批」法学研究(慶應義塾大学)93巻2号103頁、松尾健一「判批」法学教室456号160頁、三浦治「判批」金融・商事判例1565号2頁、三原秀哲「判批」ジュリスト1541号107頁、弥永真生「判批」ジュリスト1523号2頁など参照。〔理由〕において引用した以外の判例についても、本文中において適宜引用した。
- (2) 洲崎博史『会社法コンメンタール5 — 株式[3]』132頁(210条)〔神田秀樹編〕(2013年)。
  - (3) 同趣旨、福島・前掲(1)94頁参照。「新株発行の手續上の法令違反の問題としてとらえているのではなく、あくまで不正発行に該当するか否かの判断において、不正性を阻却するか否かの問題としているのである。」とする。
  - (4) 拙稿「著しく不正な方法による募集株式の発行 — クオンツ新株発行差止仮処分命令申立事件 —」社会科学雑誌3巻119頁(2011年)参照。
  - (5) 金融・商事判例1214号6頁。判批等について、拙稿「ニッポン放送新株予約権発行差止事件」奈良法学会雑誌19巻1・2号183頁、及び207頁注(1)で引用の文献参照。
  - (6) 「指針」2頁。
  - (7) 拙稿「企業価値・株主共同の利益と新株予約権発行(1)」奈良学園大学紀要3集41頁以下参照(2015年)。
  - (8) 森本滋『新版 注釈会社法(7)』〔上柳・鴻・竹内編〕(1987年)62頁参照。
  - (9) 三浦・前掲注(1)6頁。
  - (10) 最判昭和50年4月8日民集29巻4号350頁。東京地決平成16年6月1日判例時報1873号159頁、東京地決平成26年5月27日ウエストロー・ジャパン2014WLJPCA05276002など参照。
  - (11) 田中亘「(東京地決平成16年6月1日)判批」別冊ジュリスト254号45頁参照。
  - (12) 鳥山・前掲注(1)67頁。
  - (13) 鈴木竹雄=竹内昭夫『会社法』〔第3版〕398頁(有斐閣、1994年)、江頭憲治郎『会社法(第8版)』770頁注(7)(有斐閣、2021年)。
  - (14) 服部栄三「第三者への新株引受権付与と新株発行の効力」鈴木・大隅編集『商法演習Ⅲ』75頁(1964年)。
  - (15) 鈴木=竹内・前掲注(13)398頁。
  - (16) 理由の説明に客観的合理性を要すると解する見解として、田中誠二『三全訂 会社法詳論 下巻』964頁(勁草書房、1994年)。服部・前掲注(14)75頁以下は、客観的合理性が必要であると解しつつ、この場合には、決議取消の問題は生じないが、取締役の義務違反の問題が生じ、取締役解任の正当事由が発生するとする。一応の資料の開示をすれば足りるとして、否定
- に解する見解として、大隅=今井『会社法論 中巻〔第3版〕』611頁(1992年)。鈴木=竹内・前掲注(13)398頁は、「開示された理由が客観的にみて合理性のあるものでなければ決議取消の原因となると解するのは妥当でない。」とする。
- (17) 江頭・前掲注(13)注(7)は、前掲のように、客観的合理性がないということ自体が株主総会決議の取消事由になるわけではないとしつつ、理由の説明に客観的合理性がなければ、「著しく不当な決議として決議は取り消される可能性が高い。」とする。