

University Academic Repository

Unfair Share Issuance with a Resolution of the Shareholders Meeting

メタデータ	言語: jpn 出版者: 公開日: 2019-11-26 キーワード (Ja): キーワード (En): 作成者: 小菅, 成一 メールアドレス: 所属:
URL	https://kaetsu.repo.nii.ac.jp/records/934

判例研究

株主総会決議を得た新株発行が不公正な方法によるものとされた事例

—アマタホールディングス事件—

(京都地裁平成30年3月28日決定／金融・商事判例1514号51頁)

Unfair Share Issuance with a Resolution of the Shareholders Meeting

小 菅 成 一*

Seiichi KOSUGA

<要約>

本稿で取り扱う事案は、会社の株式の25%余を取得した株主が当該会社に対し業務提携等を提案したものの、当該会社が当該提携を拒絶するなど両者が対立関係にある中、会社側が取引先等に資金調達目的を理由に第三者割当による新株（募集株式）の発行をしようと試み、それを株主側が差止めようとしたものである。この事案に対し裁判所は、本件会社による新株発行は現経営者の支配権維持が主要な目的であり、たとえ株主総会の特別決議を得ていたとしても、新株発行に係る理由等の説明が不十分であったことから不公正発行に当たるとして、株主側の差止め請求を認容した。本決定では、①有利発行に係る払込金額の妥当性、②新株発行の主要目的の内容（発行の主要な目的が資金調達目的か経営者の支配権維持目的か）、③株主総会の承認決議を得た新株発行が不公正発行となるのか、などが争点とされている。本稿ではこうした争点につき、これまでの裁判例や学説（本決定に係る判例評釈等も含む）等を基に本決定を検討する。

<キーワード>

新株（募集株式）の発行、有利発行に係る払込金額、不公正発行、株主総会の特別決議、経営者の支配権維持、主要目的ルール、株主への説明

1 事実の概要

Y社（債務者：アマタホールディングス株式会社）は、産業廃棄物の再資源化、リサイ

* 嘉悦大学ビジネス創造学部 教授

クルを行う子会社の支配、管理等を主たる事業とする資本金4億7,492万円、発行可能株式総数240万株、発行済株式総数116万9,424株の株式会社であり、東京証券取引所JASDAQに上場している。Y社の株主総数は433名であり、うち株主総会の議決権を有する株主は402名である。なお、Y社の代表者Aは、平成29年12月31日時点において同社の議決権31.9%を有する筆頭株主である。

X社（債権者：株式会社山崎砂利商店）は、産業廃棄物の収集、運搬および処分を主たる業とする非公開会社である。X社は、平成29年12月31日時点でY社の普通株式26万7,400株（22.87%）を保有していたところ、その後市場内外での買増しを進め、平成30年3月2日時点で、X社の完全子会社の代表者の持分も含め約29万6,300株（発行済株式総数の25.34%）を保有するに至った。

Y社の財務状況は平成27年以降、子会社の業績不調等により悪化していたことから、その建て直しを検討していたところ、平成29年7月には、取引先からのシリコンウエハー製造に係る廃液処理の受注量増加に対応するための機械・設備等の購入・設置（以下、「本件設備等」という）が必要となったことから、平成30年2月26日、本件設備投資に係る事業収支計画を策定し、その資金捻出のため、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）において承認可決されることを条件として、普通株式17万7,800株、払込金額1株1,130円（払込総額2億0091万4,000円）、払込期日平成30年4月2日とする募集株式発行を、Y社の信頼する取引先等に対し第三者割当（以下、「本件新株発行」という）で行う旨の取締役会決議をなした。

Y社は、上記取締役会決議後直ちに本件新株発行を行う旨のプレスリリースを行い、その中で、払込金額については、平成29年8月28日から同年12月5日のY社株式の終値の平均価額（1,255円）から10%をディスカウントした金額とし、さらに、同年29年12月6日以降の株価の動きは、特定の株主の買増しによって大きく影響を受けたものであり、同月5日以前と比較して異常に高騰した価格で推移していたことから、同日以前の株価がY社の公正な企業価値を反映した株価であるとの説明をなした（なお、取締役会決議直近のY社の株価は2,693円であった）。

X社は、かねてからY社との業務提携を望んでいたが、Y社がそれを拒んでいたこと（事業方針が異なるとして）から、本件新株発行の事実を知ると直ちに、本件新株発行はX社を含む全株主の利益を著しく害するとして反対を表明するとともに、直近の市場価格で2億0091万4,000円分のY社株式を引き受けることを提案した（以下、「X社提案」という）。

平成30年3月14日、上記のX社の提案に対し、Y社は、X社とY社の事業方針が相容れないこと、取引先を含む社内外からX社との提携について懸念が寄せられ、事業に悪影響を及ぼしかねないこと、本件新株発行が割当先企業との事業上の関係の構築・強化に繋がり、Y社の企業価値向上に資するものであることなどを理由に、X社の提案を拒絶した。

Y社の取締役会は、本件株主総会に出席しない株主が書面により議決権行使ができる旨を

定め、招集通知と併せて株主総会参考書類を株主に送付した。当該書類には、本件新株発行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についての記載はあるものの、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、有利な払込金額である場合には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はなかった。また、Y社は、招集通知と共に、X社以外の株主に送付した「Q&A 書面」には、払込金額を1,130円とした経緯のほか、当該金額が有利発行に該当する可能性があるため、株主総会の特別決議が必要である旨の理由が付されていた。

X社は、直近の市場株価で本件新株発行の払込金額総額分の株式を引き受ける用意があることを説明するとともに、本件新株発行に係る議案の議決権行使について、X社に議決権代理行使の委任状を交付するよう勧誘する旨の書面を、Y社の各株主に送付した。

平成30年3月16日、Y社は、X社提案に従ってX社に増資を行うことは適切ではなく、本件新株発行を実行した上で、Y社の企業価値の向上に努めていくことが、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記された書類（以下、「Y社説明書面」という）を各株主に送付した。

平成30年3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（本件新株発行が行われた場合、X社の持株比率は約25%から約22%に低下する）。

上記株主総会開催前の平成30年3月12日、X社は、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」によるものであり、②同条1号が定める法令違反にも該当するとして、裁判所に対し、本件新株発行を仮に差止める旨の仮処分命令を申し立てた（X社は、①本件新株発行に係る払込金額が、市場価格より不公正に低廉であること、②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、X社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、本件新株発行が株主総会の特別決議により承認を得たとしても不公正性は阻却されない、などと主張した）。

2 決定要旨（申立認容）

まず、裁判所は、「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当たるといふべきである。」としつつ、本件事案について、X社側の持株比率は平成30年3月2日時点でも約25%に留まるものの、株主構成や買増しの可能性等から、X社が「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」とし、X社とY社の経営陣の間で会社の支配をめぐる争いがあることを認めた。

次に、本件新株発行に係る払込金額につき裁判所は、「日本証券業協会が定めた第三者割

当増資の取扱いに関する指針に沿って計算した金額から、Y社に最大限有利な基準によっても、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1,815円から37.72%をディスカウントした価格である。」としつつ、本件新株発行はY社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ものであり、「本件新株発行によって、Y社は払込金額総額約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社の株式は大きく希釈化され、X社の持株比率に重大な影響があるものと考えら」れるとし、「本件新株発行は、X社とY社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、Y社の株式を大きく希釈化するものであり、Y社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。」とした。

さらに、払込金額の公正性に関し裁判所は、「X社が株式の取得を差し控えた同月（平成29年12月…筆者注）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、X社はY社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、同月19日付けの新聞報道を契機にY社が市場で評価を受けたことを原因とする面もあること、Y社が、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に鑑みれば、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。」とした。

このほか、本件設備投資に関わる資金調達の方法につき、裁判所は、「本件設備投資のため、本件新株発行に係る払込金額総額について資金調達の必要があり、(略)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、(略)一定の合理性がある。」としつつも、「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。(略)、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社提案について、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社がこれを拒絶したことは、Y社において、X社の株式を希釈化し、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。」とした。

本件新株発行に係る株主総会決議に関連し、裁判所は、「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）。」としつつ、「本件では、本件新株発行が公表された直後、X社から、直近の市場株価で払込金額総額分の株式を引受けるという提案（X社提案）が行われており、Y社としては、資金調達方法として、X社提案と本件新株発行と2つの選択肢を有することになるところ、X社提案の方が、株式の希釈化という点においては、株主にとっ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社の取締役は、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。」が、本件事案においては、「X社提案を受けた後にY社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1,130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社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。」とした。

さらに、Y社説明書面に関しては、「Y社は、本件申立書を受領し、さらに、X社が株主に対してX社委任状勧誘書面を送付し（略）、同書面において株主に対してX社提案の事実を明らかにしたことを知った後、初めてY社説明書面を配布するに至ったものであり、仮に本件申立てがなければ、Y社は株主に対してX社提案の存在を説明することはなかったものとみられ、本件新株発行の議案について承認可決を得るべく殊更に必要な情報を提供しなかった意図があったという疑いを否定できないところである。このような本件の経緯に鑑みれば、Y社説明書面の配布をもって事後的に上記説明の瑕疵を治癒しようと解するのは相当でない。」とした。

上記のことから、裁判所は、「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社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。」とし、結論として、「本件新株発行によって、X社を始めとする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から、会社法210条2号に該当し、X社はY社に対して同号に基づく本件新株発行の差止請求権を有すると認められる。」と判示した。

3 研究

3.1 本決定の特色

本件は、会社の株式の25%余を取得した株主が当該会社に対し業務提携等を提案したものの、当該会社が当該提携を拒絶するなど両者が対立関係にある中、株主側が取引先等に資金調達目的を理由に第三者割当による新株発行をしようとした事案である。この事案に対し裁判所は、本件新株発行は現経営者の支配権維持が主要な目的であり、たとえ株主総会の特別決議を得ていたとしても、本件新株発行に係る理由等の説明が不十分であったことから不公正発行に当たるとして、株主側の差止め請求を認容した。本件事案は、株主総会決議を得た新株発行の差止めが認められた初めての公判裁判例であると思われる。以下、本決定につき検討していきたい。

3.2 本件新株発行に係る払込金額の有利性

株式会社は、資金調達の一環として新株（募集株式）を発行することができる。しかし、新株発行が法令・定款に違反する場合、または著しく不公正な方法により行われた場合において、株主が不利益を受けるおそれがあるときは、発行の効力が発生する前の法的措置として、株主は会社に対し発行の差止めを請求することができる（会社法 210 条 1・2 号）。

新株発行については、原則として、株主総会の特別決議が必要とされるが（会社法 199 条 1・2 項）、本件における Y 社のような公開会社については、授権資本制度との関係上、公募または第三者割当の方法で発行する場合、取締役会決議により発行することができる（会社法 201 条 1 項。指名委員会等設置会社では執行役に新株発行を委任できる〔会社法 416 条 4 項、399 条の 13 第 5・6 項〕）。しかし、第三者割当等において、会社が株式を引き受ける者に対し払込金額につき「特に有利な金額」で発行する場合、取締役は有利発行を必要とする理由を説明した上で、株主総会の特別決議が必要とされる（会社法 199 条 3 項、200 条 2 項）。総会決議がない場合は、法令違反となる（会社法 210 条 1 号）。

会社法では、新株発行に係る払込金額につき公正な価額に基づき決定することを要求している（会社法 201 条 2 項）。そして、払込価額が公正な価額に比して著しく低ければ、「特に有利な金額」となる。「公正な価額」とは、上場会社であれば、新株の効力発生日に最も近接した日の当該株式の市場価格（時価）を指すことになると解されているが、新株発行を行うと、市場における需要と供給のバランスが崩れて株式の価格が多少下がる可能性があることから、払込金額を定める場合には、時価を基準として払込金額を定める場合でも、実務では数%のディスカウントを行うという（本決定も引用する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では、払込金額につき、株式発行に係る取締役会決議前日の時価に 0.9 を乗じた額以上、または株式の価額・売買高の状況等を勘案し、決議前日までの 6 か月間の平均価格に 0.9 を乗じた額以上が望ましいとしている）¹⁾。

本件において、Y 社は、平成 29 年 8 月 28 日から同年 12 月 5 日の Y 社株式の終値の平均価額（1,255 円）から 10%をディスカウントした 1,130 円を本件新株発行に係る払込金額と決め、株主総会決議に付している。これに対し、事実の概要等では触れなかったが、X 社は、Y 社の決めた払込金額は不公正に低廉であると主張したが、Y 社は、平成 29 年 12 月 6 日以降の株価の動きは、X 社の買増しによって大きく影響を受けたものであり、同月 5 日以前と比較して異常に高騰した価格で推移していたことから除外できると反論している。しかし、本決定は、高騰した平成 29 年 12 月 6 日以降の株価も算定基準に含めるべきとの判断を示した。

上場会社が大規模な資本提携を伴う企業提携や敵対的買収等の対象となっているような局面では、そのような噂や株式の買い集め等によって株価が高騰する場合が多い。そして、会社が資本提携目的や敵対的買収防衛策として提携の相手先や友好的な企業等に対し第三者割当を行う場合、高騰した株価よりも大幅に低い金額を設定するため、紛争となることがある²⁾。

この点、かつての裁判例は、資本提携の噂や買い集めを原因とする株価の高騰は、異常な投機的思惑によるもので企業の客観的価値を反映したものでないことから、払込金額算定の基準から排除することができるとしていたが³⁾、近時は、買い集め等を要因とした株価の高騰であっても、一定の合理性が認められる場合（買い集めた株式を高値で発行会社に買い取らせる等の投機的思惑ではなく、買い集めや提携等により発行会社の企業価値が増加する〔シナジーの発生〕という株式市場の期待を反映して株価が高騰している等）には、高騰した価格についても公正な価額に含むべきとする立場が有力視されている⁴⁾。

本決定においても、平成 29 年 12 月 6 日以降の株価も算定基準に含めるべきとの判断を示すにあたり、X 社による Y 社の株式取得は投機的思惑ではなく、業務提携を目的としたものであることを指摘しているが、これは、本決定が近時の有力説の立場に従っているといえる。

このほか、本決定は、Y 社の株価につき、X 社の買い集めがなされなかった期間中も上昇していたことや、Y 社の業務内容を評価する新聞報道（報道当日の Y 社の株価はストップ高となっている）や営業利益の向上等により、株式市場の期待から高騰していたことなども認定している⁵⁾。

このように、本件事案においては、株式の買い集め以外にも Y 社の株価が上昇する要因が存していたようであることから、株価高騰に関わる諸要素に配慮しつつ（裁判所は、X 社の買い集めが投機的思惑によるものではないという点を最も重視したと推測されるが）、高騰した期間についても払込金額に算入すべきとした本決定の立場は、是認できるものと解する。

3.3 本件新株発行の不公正発行該当性

不公正な方法による新株発行の差止めをめぐる裁判例は多数あるが、それらの裁判例や学説は、会社の最善の利益のためではなく、不当な目的を達成する手段として行われる新株発行、具体的には、（本決定も示すように）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目的でなされる新株発行が不公正発行に当たるとというのが定説となっている⁶⁾。そして、その際に裁判例は、会社の資金調達目的と支配権維持の目的を比較衡量し、後者が前者よりも優越する場合に新株発行の差止めを認めるルール（主要目的ルール）に従って不公正性を判断しているが⁷⁾、とくに近時の裁判例は、資金調達の必要性について詳細に検討し、支配権維持目的と資金調達の必要性との比較衡量によって差止めの可否を判断する傾向にあるという⁸⁾。たとえば、東京高決平成 16 年 8 月 4 日金判 1201 号 4 頁（バルシステム 24 事件）は、会社の支配権争いがある中でなされた第三者割当に係る新株発行につき、裁判所は、当該発行は現経営陣による支配権維持目的でなされた疑いがあるものの、事業計画遂行上、資金調達の必要性と合理性が認められるとした上で、一概に支配権維持目的があったとはいえないと判示する⁹⁾。

本決定も、近時の裁判例のように、X 社と Y 社の経営陣の間で会社の支配権争いがあったことを認めつつ、Y 社の資金調達の目的を詳細に検討し、本件設備投資のため第三者割当を

選択したことには一定の合理性があるとしたが、①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こと、②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こと、③取締役会後になされた X 社提案について、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 社がこれを拒絶したことは、Y 社において、X 社の株式を希釈化し、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こと、などの点を挙げ、本件新株発行の主要目的が資金調達ではない（= Y 社経営陣の支配権維持が主要目的である）と結論付けている。

そもそも Y 社は、その代表者 A が議決権の 31.9% を保有するなど、実質的に A の支配下にある企業といえる。そうした A 率いる Y 社が、株主総会における特別決議を否決するに十分な議決権を獲得しつつあった X 社からの業務提携や資金提供に関わる提案を拒絶し、第三者割当を強行したことで、裁判所は、本件新株発行の主要な目的が、Y 社経営陣の支配権維持（とくに、A にとっては Y 社の代表者の地位を脅かしかねない X 社の排除が目的）にほかならないと考えたのではないだろうか。

本件は、経営者の支配権維持目的が比較的認められやすい事案であったと解されるが、そうした主要目的を認定するにあたり、本決定が、本件新株発行に係る払込金額の価格や希釈化の程度、X 社提案に対する Y 社の対応等を考慮したことは支持できよう¹⁰⁾。

3.4 株主総会決議と本件新株発行

3.4.1 説明義務の問題

本件において、Y 社は、本件新株発行が株主総会における特別決議の承認を得ていることから、不公正発行に該当しないと主張したが、本決定は、Y 社の取締役は、本件新株発行に係る議案について、(X 社からの) 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にもかかわらず、本件新株発行を選択する理由を説明する義務があるが、本件総会において、株主は、取締役からそのような説明を受けたといえないから、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 社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判示した。

有利発行に係る株主総会決議の際に、取締役は、当該総会で当該払込金額により募集を行うことの必要性を説明しなければならない（会社法 199 条 3 項。株主総会参考書類にもその説明を記載する〔会社法施行規則 73 条 1 項 2 号〕）。この点、有利発行に係る Y 社の説明に問題がなかったか否かということになるが、本決定は、参考書類と同封で配布された Q&A 書面の中で、第三者割当増資を採用するに至った理由、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 1,130 円とした経緯や理由についての記載はであると認定している。取締役が株主総会で説明すべき理由は、株主が議決権行使の判断を行うために必要な資料を提

供するためであり、その内容については合理性を有することまでは要求されていないとの見解があるが¹¹⁾、この見解に立てば、Y社の説明は株主の議決権行使の判断に十分適ったものといえそうである¹²⁾。

しかし、本決定は、X社提案の内容やこれをY社が受け入れない理由等に係る説明が株主になかったことから、たとえ総会の承認決議を得ていても、Y社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する。株主への説明義務に反する行為があった場合、法令違反（会社法199条3項違反）により差止め（会社法210条1号）請求がなされるべきとの見解もあるが¹³⁾、本件新株発行の主要な目的がY社経営陣の支配権維持であると考えていた裁判所としては、不公正発行だけで本件事案を処理しようとしたものと推察される。そして、そうした不公正発行に係る理由付けとして、本決定は、有利発行に係る株主総会の承認決議を得ていても、株主に対する説明等に不備（本決定の指摘する「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」程度の不備等）があれば、不公正性を阻却することにはならないとの論法を採ったのではないだろうか¹⁴⁾。

株主総会に係る説明義務違反と不公正発行との関連性については議論の余地があるが、Y社がX社提案について株主に説明しなかった点を問題視した本決定の立場は、正当と解する。

3.4.2 不公正発行との関係

株主総会の承認決議を得た新株発行に関し、学説には、本件におけるY社のような公開会社において、取締役が支配権維持目的で新株発行をなす場合、それが会社法に根拠のない勧告的決議（会社が任意で新株発行に係る総会決議をなす場合）であっても、株主総会の決議を経ていれば、当該発行が総会の意向に従ったものであることから、不公正発行にならないとする見解がある¹⁵⁾。

こうした見解に対しては、株主総会の承認決議を得ていても、不公正発行が問題とされる場合、会社は、特定の株主が受ける不利益との関連において、資金調達等正当な事業目的のために必要かつ相当なものとして新株を発行することを説明する必要があるとの主張がなされている¹⁶⁾。この見解を敷衍すれば、株主への説明に不備があれば、そのような下で承認決議された新株発行についても、不公正発行に該当するということになるだろうか。そうした意味では、本決定も、会社の支配権争い等が生じている下で新株発行に係る株主総会の決議をなす場合、会社は、買収者からの提案（本件におけるX社提案のような、買収者以外の既存株主にとって有利な内容と考えられる提案等）があれば、それについても株主に説明しなくてはならないことを示唆しているものと解する¹⁷⁾。

いずれにしても、株主に対する説明に不備があれば、総会の承認決議を得た新株発行であっても、それが差止めの対象になるとした本決定の立場に賛同したい¹⁸⁾。

注

- 1) 神田秀樹編『会社法コンメンタール5－株式(3)』(商事法務、2013年)110頁以下(洲崎博史執筆)、田中亘『会社法〔第2版〕』(東京大学出版会、2018年)497頁以下を参照。なお、市場価格のある株式の公正な払込金額につき、判例は、発行価額決定前の当該会社の株式価格、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、発行済株式数、新たに発行される株式数、株式市況の動向、これから予想される新株の消化可能性等の諸事情を総合して勘案すべしとする(最判昭和50年4月8日民集29巻4号350頁)。
- 2) 詳細は、神田編・前掲注1)16頁(吉本健一執筆)。株式の高騰と有利発行に係る裁判例の分析につき、山神理「株式の有利発行」神田秀樹＝武井一浩編『実務に効くM&A・組織再編判例精選』(有斐閣、2013年)54頁以下も参照。
- 3) 資本提携のケースとして、東京高判昭和48年7月27日判時715号100頁(ソニー・アイワ事件)。買い集めのケースとして、大阪地決昭和62年11月18日判時1290号144頁(タクマ事件)、東京地判平成元年9月5日判時1323号48頁(第2次宮入バルブ事件)、大阪地決平成2年6月22日判時1354号100頁(第1次ゼネラル事件)等。
- 4) 神田編・前掲注1)17頁(吉本)、田中・前掲注1)498頁以下も参照。有力説を採った裁判例として、東京地決平成元年7月25日判時1317号28頁(忠実屋・いなげや事件)、東京地決平成16年6月1日判時1873号159頁(新宮入バルブ事件)等がある。
- 5) 第1次ゼネラル事件においても、買い集め以外に会社の工場跡地の資産価値が市場関係者から注目され高騰していた点が考慮され、新株発行決定直前の株価を払込金額算定の基礎から排除することは許されないとしている。
- 6) 神田編・前掲注1)118頁(洲崎)。株式の買い集めと不公正発行に係る裁判例の分析につき、増田健一「株式の不公正発行」神田＝武井・前掲注2)76頁以下を参照。
- 7) タクマ事件、第2次宮入バルブ事件等は資金調達目的が優越することを認定。忠実屋・いなげや事件では、同一の買収者に株式を買い占められた2つの会社が、買収者に対抗するため相互に株式を割り当てた点が資金調達目的に該当しないと認定された。大阪地決平成29年1月6日金判1561号51頁では、株主構成の変更自体が主要な目的であったと認定されている。そのほか、新株予約権の発行に関わる事案であるが、東京高決平成17年3月23日金判1214号6頁(ニッポン放送事件)等も参照。
- 8) 江頭憲治郎＝中村直人編『論点体系会社法2株式会社Ⅱ』(第一法規、2012年)133頁(山神理・大高利通執筆)。
- 9) そのほか、東京地決平成20年6月23日金判1296号10頁(クオントツ事件)、大阪地決平成18年12月13日判タ1234号171頁(名村造船事件)、さいたま地決平成19年6月22日判タ1253号107頁(日本精密事件)等(クオントツ事件と日本精密事件では、資金調達の主要目的性が否定されている)。このほか、公募増資に係る事案ではあるが、資金調達の必要性があると認定されたものがある(東京地決平成29年7月18日金判1532号41頁、東京地決平成29年7月19日金判1532号57頁〔出光興産事件〕)。
- 10) この点について、森本滋「新株の不公正発行問題の新たな展開」商事2174号14頁(2018年)、島田志帆「本件判批」リマークス58号84頁(2019年)等も参照。
- 11) 神田編・前掲注2)16頁(吉本)、江頭憲治郎『株式会社法〔第7版〕』(有斐閣、2017年)742頁注7。
- 12) この点、弥永真生「本件判批」ジュリ1523号3頁(2018年)は、Y社の説明に関し、株主総会の招集手続や決議方法に法令違反があったとはいえないとする。島田・前掲注10)85頁は、Y社の説明から有利発行に係る総会決議は有効に成立していると説く。
- 13) 中曽根玲子「本件判批」速判解24号127頁(2019年)。鳥山恭一「本件判批」ひろば72巻3号67頁(2019年)も参照。
- 14) 鳥山・前掲注13)67頁は、本件新株発行について「不公正性」が認定されることを前提に、本件新株発行が総会決議の承認を受けていても(その承認決議に「瑕疵」があるので新株発行の「不公正性」は阻却されずに)「著しく不公正な方法により行われる場合」として、本決定は差止めの対象にしたと説く。そのほか、松尾健一「本件判批」法教456号160頁(2018年)、島田・前掲注10)85頁も参照。
- 15) 神田編・前掲注1)128頁(洲崎)等。
- 16) 森本・前掲注10)14頁以下を参照。
- 17) Y社は、「Y社説明書面」を株主に配布しているが、本決定は、Y社がX社提案を意図的に株主に提供しようとしなかったなどの経緯から、Y社説明書面の配布により事後的に株主への説明

の瑕疵を治癒しうることとはできないとする。Y社側のX社提案の取り扱いの経緯を考慮すると、この本決定の立場に問題はないと解する。なお、この本決定の立場は、買収者からの提案等については、株主総会参考書類に記載しておくことが望ましいと指摘していることになろうか。

- 18) X社が平成30年11月15日に提出したY社に係る大量保有報告書によれば、X社とその関係者によるY社の持株数は、39万9,300株（発行済株式総数の34.15%）に達したとのことである。本決定の指摘する「特別決議を否決するに十分な議決権」をX社は獲得したといえるのではないだろうか。

※脱稿後、本件判批として、福島洋尚・ジュリ1531号93頁以下（2019年）、三浦治・金判1565号2頁以下（2019年）に接した。

（2019年4月24日受付、2019年6月18日再受付）