

**有利発行に係る株主総会決議に基づく新株発行が著しく不公正な方法による
発行とされた事例**

【文 献 種 別】 決定／京都地方裁判所
【裁判年月日】 平成 30 年 3 月 28 日
【事 件 番 号】 平成 30 年（㉔）第 90 号
【事 件 名】 新株発行差止仮処分命令申立事件
【裁 判 結 果】 認容（保全異議申立後取下げ）
【参 照 法 令】 会社法 210 条
【掲 載 誌】 金判 1541 号 51 頁

LEX/DB 文献番号 25560417

事実の概要

Y 社は、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発行済株式総数 116 万 9,424 株のホールディングスで、東証 JASDAQ に上場されている。Y 社の議決権を有する株主は 402 名であるが、筆頭株主は、Y 社代表取締役 A（31.9%）である。X 社は、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会社で、Y 社と業務提携することを計画し、平成 29 年 2 月 28 日から Y 社株式の取得を開始し、同年 12 月 31 日時点で 26 万 7,400 株（22.87%）を保有している。

Y 社は、廃棄物の 100%資源化を目指し埋立てや焼却処分をしない事業方針であることから、事業方針の違いを理由に X 社との業務提携を明確に拒絶したが、その後も X 社は Y 社株式の買増しを進め、平成 30 年 3 月 2 日時点では、振替及び引渡し完了していない株式及び X 社の完全子会社の代表者の保有株式数と合わせると合計 29 万 6,300 株（25.34%）を保有した。

Y 社は、平成 28 年 2 月に収益基盤の強化のための中期 3 か年計画を策定し、平成 30 年 2 月 26 日には、設備投資の目的で、発行予定株式数 17 万 7,800 株、払込金額 1 株につき 1,130 円（発行総額 2 億 91 万 4,000 円）、払込期日同年 4 月 2 日とする第三者割当てを行う旨の取締役会決議を行ったが、払込金額が、取締役会決議日の 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ため、有利発行と判断される可能性があるとして、平成 30 年 3 月 27 日開催予定の定時株主総会において承認されることを条件とした。なお、本件払込価額は、取締役会決議日の直前営業日（同年 2 月 23 日）の終値 2,693 円から 58.04%を、また同日までの 6 か月間の終値の平均値 1,815 円から 37.72%をそれぞれディスカウントした金額に当たる。

X 社は、平成 30 年 2 月 26 日に発出された Y 社のプレスリリースによって本件新株発行の事実を知り、同年 3 月 2 日付け書面により Y 社に対して、本件新株発行による資金調達には、X 社を含む全株主の利益を著しく害するものであり、X 社が本件新株発行の発行総額に相当する株式数を直近の市場株価で引き受け、払込期日までに払い込むこと、場合によってはそれよりも早く全額払い込む旨を提案したところ、Y 社は、同月 14 日に X 社の提案を拒否する回答を行った。

Y 社は、定時株主総会の招集通知に併せて株主総会参考書類を送付したが、そこには、本件新株発行について、「募集株式を引き受ける者に対して特に有利な払込金額で募集株式の発行をすることを必要とする理由」との項目の下、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。

平成 30 年 3 月 12 日に X 社は、本件新株発行が真に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（会社 210 条 2 号）であり、本件新株発行を承認する株主総会の特別決議がなされずとしても、不公正性は阻却されないと主張して、差止めの仮処分命令を申し立てた。なお、同年 3 月 27 日に開催された定時株主総会において、本件新株発行に係る議案は承認された（基準日は平成 29 年 12 月 31 日）。

決定の要旨

1 有利発行の当否について

本件新株発行の払込金額は、本件新株発行に係る取締役会決議日の 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で、同年 12 月 6 日以降取締役会決議日直前の株価を算定していない。「X 社の買増しが、同年 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」が、X 社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には、相当の理由があるということが出来るため、「12 月 6 日以降取締役会決議日の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。」

2 不公正発行の当否について

X 社は Y 社の経営に関与することに確固たる意思を有し、それを実現する財産的裏付けもあることから、平成 30 年 3 月 2 日時点で約 25% を保有する X 社の実質的な影響力は、「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考えられ、こうした X 社による買増しに対して Y 社が警戒感を抱いていたことから、Y 社と X 社の現経営陣の間で、Y 社の支配をめぐる争いがあると一応認められる。」

「Y 社は、……平成 29 年 7 月、従前の取引先から受注量の増加の打診を受け、本件設備投資を検討するに至ったところ、……Y 社の財務状況、資金繰り状況及び本件設備投資の事業費の規模に鑑みれば、……新たに調達する必要性があったこと」、「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、……一定の合理性がある」。

しかし、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といえ、払込総額約 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る。「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……影響力を減殺する目的を有していたことを推認させる。」

3 株主総会特別決議の意義について

「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き受けるという提案（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……、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。」

しかし、……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。」

「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、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」として、本件新株発行の差止請求（会社210条2号）に基づく仮処分を認容した。

判例の解説

一 決定の意義

本決定は、有利発行に係る株主総会において、Y社に対抗する新たな提案（X社提案）が存在する場合、Y社は特に有利な払込金額で第三者割当てを行う理由の説明（会社199条3項）にとどまらず、X社提案の内容と不採用とした理由について説明すべき義務があると判示し、有利発行の承認決議における理由の説明の内容について、従来とは異なるより踏み込んだ判断をしている点に特色がある。そして、そのような説明がされないまま株主総会の特別決議が可決された（会社199条3項、309条2項5号）としても、株主の議決権行使の判断の正当性を損なう瑕疵があるから、著しく不公正な方法による発行（会社210条2号）に当たるとしている。

二 有利発行該当性

新株を発行するには、原則として株主総会の特別決議により行う（会社199条1・2項）が、公開会社が譲渡制限株式以外の株式を公募または第三者割当ての方法で発行する場合には、有利発行のときを除き、取締役会決議により（会社201条1項）¹⁾、また株主割当ての方法により新株を発行する場合には、常に取締役会決議で行うことができる（会社202条3項3号、5項）。しかし、公開会社とその財務状況や業務上の必要性等から、株式を引き受ける者にとって特に有利な払込金額で新株を発行する場合には、原則に戻り、取締役は、株主総会において有利発行を必要とする理由を説明し（会社199条3項、200条2項）、その承認を受ける（会社201条1項、199条2項、309条2項5号）。

「特に有利な払込金額」とは、公正な価額に比して有利性が明らかな場合をいう。一般的に上場会社の場合には、公正な価格形成が行われる取引所で成立した時価を基準として判断される²⁾。本決定は、X社がY社の株式の買増しを中止した期間（平成29年12月22日から平成30年2月28日）

の株価の高騰（同年1月12日には最高値の4,040円、13日以降は2,000円で推移）は、Y社に対する市場の好意的な評価を反映したものと認定し、払込金額（1,130円）を特に有利な払込金額に該当すると判示した。

有利発行に係る株主総会決議を行うには、通常の特別決議と同じく、総会の招集通知に議案の概要を記載し（施行規則63条7号ハ）、また株主総会参考書類には、有利発行に関する事項が記載されていなければならないが、第三者割当増資に関する事項（第三者割当てを最善の資金調達方法と判断した理由と割当先の選定理由）が記載されていたにすぎなかった（会社301条、施行規則65条1項、73条1項）。この点では、株主総会の招集手続・決議方法に瑕疵があるといえる。もっとも本件では、招集通知に同封されていたQ&A書面に、払込金額を1,130円とした経緯や理由についての記載があるため、これを参考書類の一部と解して、招集手続や決議方法に法令違反があったとまでは断ずることはできないとする見解³⁾があるが、本件新株発行が有利発行に該当する以上、招集通知及び参考書類に必要事項が記載されていなければ、株主に対する十分な情報提供があったとはいえない。そう解すれば、本件特別決議は株主総会決議取消しの事由があり（会社831条1項1号）⁴⁾、差止めの理由は法令違反である（会社210条1号）。

三 差止請求の理由の妥当性

有利発行の場合、そのような新株発行を必要とする理由の説明がされねばならない（会社199条3項、200条2項）が、その内容は、株主が議決権行使をするための判断資料となる程度に具体的なものが提供されるのであればよいと解されている。会社法は、有利発行承認決議も特別決議の一つと位置付けているため、他の総会決議における一般的な説明の内容と違いはなく、説明された理由に客観的合理性を要せず⁵⁾、その判断（理由に納得するか否か）は株主総会の自治に委ねられていると解されている⁶⁾。

本決定は、Y社取締役には、会社法199条3項の説明の一環として、Y社提案より高い払込金額で株式の希釈化の程度が低い増資の提案がX社から出されているのであるから、Y社提案を選択する理由について説明すべき義務があり、その説明をしていないと判示している。有利発行の説明

義務の違反と構成するのであれば、差止めの理由は会社法 199 条 3 項違反(会社 210 条 1 項)である。

しかし、不正発行の問題は、本来、株主総会決議の有無とは関係がない。なぜなら、公開会社の取締役会には、公正な払込金額である限り、割当自由の原則の一環として授權資本の範囲内で第三者割当増資を決定する権限があり⁷⁾、それが著しく不公正な方法による発行で株主が不利益を受ける場合には、差止めの請求が認容される(会社 210 条 2 号)のであって、結果的に、既存株主の持ち株比率に変動を生じさせる場合でも、会社に事業戦略及び新株発行に基づく資金調達合理性があり、その目的が具体的に支配目的(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)に優越すると判断されるのであるならば、著しく不公正な新株発行と解されることはない(いわゆる主要目的ルール)⁸⁾。

本決定は、主要目的ルールを採用し、Y 社の現経営陣の支配権維持を目的とする新株発行であるとし、そのことについて有効な株主総会の特別決議による承認がなされれば、不正発行に当たらないとする趣旨とも解される⁹⁾。しかし、不正発行の問題は、法令定款違反とは別に差止事由が定められている(会社 210 条 2 号)ことから、取締役会が決定した新株発行の正当性を担保するために、発行会社には、著しく不公正な方法による新株発行ではないことを立証する責任があり、有利発行に係る株主総会の承認決議における説明義務の内容で足りるものではなく、株主総会決議とは別に、不正発行の当否が論じられなければならないと考える¹⁰⁾。

●——注

- 1) 指名委員会等設置会社等では、執行役等へ委任することが可能である(会社 416 条 4 項、399 条の 13 第 5・6 項)。譲渡制限種類株式を第三者割当ての方法により行う場合には、持分比率の変動が生じることや公正な払込金額の決定が容易でないことから、取締役会決議(会社 201 条 1 項)のほか、当該種類株式の株主を構成員とする種類株主総会の特別決議が必要である(会社 199 条 4 項、324 条 2 項 2 号)。
- 2) 市場価格のある株式については、払込金額決定時の株式の市場価格を基礎に、その株式価格の騰落習性、売買出来高の実績、会社資産及び収益状態、配当状況、発行済株式数、新たに発行される株式数、株式市場の動向等を勘案して公正な価格を判断し(最判昭 50・4・8 民集 29 卷 4 号 350 頁)、それと比較して特に低い金額をいう。

日本証券業協会の「第三者割当増資の取り扱いに関する指針」は、取締役会決議の直前日の価額の 90%以上または取締役会決議の直前日までの 6 か月以内の適当な期間における平均価額の 90%以上の価額であれば、有利発行に該当しないとするが、現在は、実務上の改善を経て、上場会社の公募では割引率は 2~3%となっている。吉本健一『会社法コンメンタール 5 - 株式 (3)』(有斐閣、2013 年) 16 頁、弥永真生『リーガルマインド会社法〔第 14 版〕』(有斐閣、2015 年) 323 頁。

- 3) 弥永真生「判批」ジュリ 1523 号(2018 年) 3 頁。
- 4) 有利発行について記載された Q&A 書面が同封されているため、違反事実が重大ではなく、かつ決議に影響を及ぼさないと判断しうる場合には、裁量棄却という判断はありうる(会社 831 条 2 項)。
- 5) 例えば「提携関係強化のため」等であるが、理由に客観的合理性がないこと自体が総会決議取消しの訴えの事由(会社 831 条 1 項 1 号)にはならない。
- 6) 江頭憲治郎『株式会社法〔第 7 版〕』(有斐閣、2017 年) 742 頁注 7 頁、弥永・前掲注 2) 322 頁、洲崎博史『会社法コンメンタール 5 - 株式 (3)』(有斐閣、2013 年) 116 頁、山田剛志『新基本法コンメンタール会社法 1〔第 2 版〕』(日本評論社、2016 年) 400 頁、森本滋『新注釈会社法 (7)』(有斐閣、1987 年) 82 頁。
- 7) ただし、平成 26 年会社法改正により特定引受人に割り当てる議決権数が新株発行後の総議決権数の 2 分の 1 を超える場合には、特定引受人に関する一定の情報を通知・公告し(会社 206 条 1 項、施行規則 42 条の 2)、10%以上の議決権を有する株主の反対の通知を受けた場合には、公開会社は株主総会の承認を受けなければならない(会社 206 条 4・5 項)。会社法は、大規模な第三者割当てによる支配権の移動に対して、既存株主の利益保護として一定の制限を設けている。
- 8) 主要目的ルールについては、東京高決平 16・8・4 金判 1201 号 4 頁、東京高決平 25・5・31D1-Law28214219、東京高決平 26・5・29D1-Law28222597 などがある。不正発行と判断された決定としては、東京地決平元・7・25 判時 1317 号 28 頁、東京地決平 20・6・23 金判 1296 号 10 頁、大阪地決平 29・1・6 金判 1516 号 51 頁などがある。
- 9) Y 社の株主総会の特別決議による承認を得ていることからすれば、会社支配の公正という観点からは、本件新株発行を認めても問題がないとの見解がある(松尾健一「判批」法教 456 号(2018 年) 160 頁)。
- 10) 有効な株主総会の特別決議による決定があれば、支配権維持を主要な目的とする発行も、著しく不公正な方法による発行に当たらないといえるかの検討が必要であるとする(弥永・前掲注 3) 3 頁)。