

**公募増資の方法で行う新株発行が、不公正な方法による発行には当たらないとして、その発行を差し止める旨の仮処分決定の申立てが却下された事例**

【文献種別】 決定／東京高等裁判所  
【裁判年月日】 平成29年7月19日  
【事件番号】 平成29年（ラ）第1332号  
【事件名】 新株発行差し止め仮処分命令申立却下決定に対する抗告事件  
（出光興産新株発行差し止め仮処分申立事件）  
【裁判結果】 抗告却下（確定）  
【参照法令】 会社法210条  
【掲載誌】 金判1532号57頁、資料版商事405号124頁

LEX/DB 文献番号 25448950

**事実の概要**

Y社（債務者・相手方）は、石油精製及び油脂製造業等を目的とする株式会社であり、その発行済株式総数は1億6,000万株であって、平成18年に東京証券取引所第一部に上場されている。X<sub>1</sub>ないしX<sub>6</sub>ら（債権者・抗告人）は、いずれもYの株主であって、その保有する合計株式数は5,427万2,400株であって、発行済株式総数の約33.92パーセントに相当する。

XらとY社の経営陣であるAらとの間には、Y社と同業を営むB社との合併・経営統合の構想をめぐり、激しい意見対立がみられ、Aらはこの合併・経営統合を目指していたが、Xらはこれに反対していた。

Y社は、平成29年7月3日、取締役会において、普通株式合計4,800万株を公募（国内一般募集及び海外募集）により発行（以下、本件新株発行という）する旨の決議を行い、その旨を公表した。その調達資金（手取概算額合計上限1,385億3,300万円）の用途については、Y社は、まず、その関連会社、海外子会社、合併会社の投融資資金、Y社の設備投資資金、研究開発資金に充当し、その残額をY社がB社の株式取得を行った際に金融機関より借り入れた短期借入金（ブリッジローン契約による借入金）1,590億円の返済資金の一部に充当するとしていた。

本件新株発行において、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26.09パーセントとなる。そこで、Xらは、本件新株発行が著しく不公正な方法により行われる場合（会社法

210条2号）に該当し、これによってXらが不利益を受ける虞があるとして、本件新株発行を仮に差し止めるよう求める申立てを行った。

原決定（東京地決平29・7・18金判1532号41頁）は、申立てを却下したことから、Xらが抗告したのが本件である。

**決定の要旨**

抗告棄却（確定）。

1 （1の要旨については、原決定から引用）「会社法210条2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ふべきである。」

2 「Y社では遅くとも平成24年頃から財務体質の改善の必要性が認識されてきたことや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って調達するに至らなかった経緯その他Y社が置かれた具体的な状況を踏まえた資金調達方法として、金融機関から借入れをしたり、社債発行をすることがより合理的であるとして、本件ブリッジローンの返済をするための資金を新株発行により調達する必要性や合理性があることを否定するに足る疎明資料はない。ま

た、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ことは、原決定が説示するとおりである。」

3 「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ことから、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って議決権を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が弱いものと考えられることは、…（中略）…説示したとおりである。Xらが新株の割当を受けることによって現在の株式比率を維持するのに必要な資金を調達することが現実には困難であるとしても、Xらにおいて本件新株発行に応募したり、Xらと意見を同じくする者らに応募を呼び掛けたりすることが可能であることは否定できない。」「…（中略）…現にXらに同調している株主が相当程度いるのであって、上記①ないし③の点も併せて考慮すれば、公募により新たに株主となる者においても、そのほとんどがY社経営陣の提案に賛成するとは限らないのであるから、第三者割当増資の場合に比してY社経営陣に反対する株主らの支配権を減弱させる確実性が弱いといわざるを得ず、そうであるとすれば、AらY社経営陣の全部又は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一応認められるとしても…（中略）…、当該目的が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、公募増資の上記のような制約ないし事情を考慮する必要があるというべ

きである。」

## 判例の解説

### 一 本決定の意義

本決定は、大要、公募増資による新株発行がなされた場合において、いわゆる主要目的理論に基づき、当該新株発行が不公正発行に該当するか否かを判断したものである。また、本決定は、大要、公募増資の場合と第三者割当増資の場合を対比しながら、公募増資の場合には、第三者割当増資の場合と比べて、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ことから、公募増資の場合には、支配権の維持・確保の目的が主要目的であるとは認定されにくい旨を判示したものである。

### 二 先例・学説

新株発行が不公正発行に該当するか否かをめぐって争われた従来の裁判例は、そのほとんどのものが、第三者割当増資の事例であった。そこで、本件のように、公募増資による新株発行が不公正発行に該当するか否かをめぐって争われた裁判例は、これまでのところ、若干しか存在せず、稀な事例であるといえる。

もっとも、そのような若干の裁判例も、支配権をめぐる争いのない事例（東京地決平18・7・26資料版商事270号257頁）や、特殊な事案からなる比較的初期の裁判例（東京地決昭33・4・28商事175号36頁、大阪地堺支判昭48・11・29判時731号85頁）であることから、本件のような、上場会社において経営陣と大株主との間に経営統合や合併の当否を中核とした支配権争いがある状況で行われた近時の裁判例にとっては、直接的には参考とはなりにくいように思われる。

このように、従来の裁判例のほとんどのものは、第三者割当増資の事例であったが、その際に、新株発行が不公正発行に該当するか否かを判断するために用いられてきた伝統的な判断枠組が、いわゆる主要目的理論である。

ここに主要目的理論とは、一般的に、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という

考え方である<sup>1)</sup>。この主要目的理論の運用については、従来、不当目的達成動機が優越していたとはめったに認定されない傾向が強くみられるが、近年の下級審裁判例の中には、かなり厳格に資金調達必要性等を審査しているものもみられる（例えば、そうした裁判例として、さいたま地決平19・6・22判タ1253号107頁、東京地決平20・6・23金判1296号10頁、仙台地決平26・3・26金判1441号57頁、山口地字部支決平26・12・4金判1458号34頁、等がある）。

また、学説においても、この主要目的理論を支持するものが多数みられるが、株式会社の機関権限の分配上、取締役会は、会社支配の所在に関して決定権限を有しないとして、支配の帰属をめぐる争いのある時期に、第三者割当による募集株式の発行等を行うことは、原則として不公正発行に当たる旨を説く見解もみられるところである<sup>2)</sup>。

### 三 評釈

1 このように、本件においては、公募増資による新株発行がなされた場合において、いわゆる主要目的理論に基づき、当該新株発行が不公正発行に該当するか否かを判断したことから、本件を評釈するものは、主要目的理論を前提にしながら、その運用について検討を行うものや、主要目的の認定にあたっての疎明の在り方について検討を行うものが多くみられる<sup>3)</sup>。

そこで、本稿においては、紙数の制約から、これらの評釈ではほとんど検討されていない、本件における重要な課題について採りあげ、評釈を行うことにしたい<sup>4)</sup>。そして、その重要な課題とは、何故、本件において、裁判所は、伝統的な主要目的理論を判断枠組として採用し、ニッポン放送事件（東京高決平17・3・23判時1899号56頁）においてみられた判断枠組を採用しなかったのかという、その判断枠組の在り方についての課題である<sup>5)</sup>。

2 この点について、例えば、注4)で言及した倉橋弁護士による本件の評釈では、その中で、次のような指摘がみられる。すなわち、「…（中略）…そもそも、経営陣が株主全体の利益になると信じる合併を実現するために、拒否権保有株主の持株比率を下げる目的で公募増資を実施することは不当な目的であるのか。…（中略）…合併の

当否を決めるのは公募増資後の株主総会であるから、その意思決定を歪めるような事情が特にない限り、株主と取締役の権限分配秩序を侵食するわけではなく、不公正発行に該当しないと判断される余地があるのか。…（中略）…それとも、特別決議事項案件を通すために公募増資で株主構成を変更することは、取締役会の権限を越えるのか。…（中略）…出光興産事件は実務上も理論的にも興味深い問題を提起したといえる。」という指摘である。

この指摘にみられるように、筆者も、本件は、実務上も理論的にも興味深い問題を提起したと考えるが、とりわけ、筆者の観点からは、何故、本件において、裁判所は、伝統的な主要目的理論をその判断枠組として採用し、ニッポン放送事件においてみられた判断枠組を採用しなかったのかということが、重要な課題となるように思われる。

この点について、ニッポン放送事件においては、大要、「敵対的企業買収において、対象会社は、いわゆる機関権限の分配秩序の観点から、原則として、対抗措置をとることは許容されない。そして、対象会社は、株主全体の利益の保護という観点から、対抗措置をとることを正当化する特段の事情がある場合において、手段の相当性等が認められるときは、例外的に、対抗措置をとることが許容される場合がある」とする旨の判断枠組を提示している。

すなわち、ニッポン放送事件においては、そこで問題となった新株予約権の発行は、対抗措置の目的で行われたものであり、資金調達等の会社の通常の事業目的のために行われたものではなかったのである。そのため、ニッポン放送事件においては、従来の伝統的な主要目的理論ではなく、対抗措置の目的で行われた新株予約権の発行に対応した上記の判断枠組を新たに提供し、裁判所は、それに基づいて、その新株予約権の発行が不公正発行に当たるか否かを判断したと思われる<sup>6)</sup>。

それでは、このように、問題となる新株発行や新株予約権の発行が、資金調達等の会社の通常の事業目的の場合と対抗措置の場合とで、それが不公正発行に当たるか否かを判断するための判断枠組が異なる（前者の場合には、伝統的な主要目的理論が適用され、後者の場合には、ニッポン放送事件の判断枠組が適用される）とすれば、本件の場合には、いずれの判断枠組が採用されるべきなのであ

ろうか。

この点については、筆者は、本件においては、その事案の内容は、敵対的企業買収に対する対抗措置の事案（典型的には、外部からの新たな買収者の登場に対して、対象会社の経営者が、買収者による支配の確立を阻止すべく、防御策として行うという事案）ではなく、会社の通常の事業目的をめぐる、株主と経営者との間で、いわば内紛等の対立がみられるという事案の内容であることから、裁判所は、伝統的な主要目的理論をその判断枠組として適切に採用したのではないかと考える次第である。

このように、筆者の観点からは、問題となる新株発行や新株予約権の発行が、会社の通常の事業目的のために行われるのか、それとも、対抗措置の目的で行われるのかについての、区別が必要となってくる。このような区別は、従来、わが国においては、あまり深く認識されてはこなかったように思われるが、ニッポン放送事件の判断枠組の登場により、そのような区別が明確化されたことにも、意義があるように思われる。また、経済産業省と法務省による「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」（平成17年5月27日発表）（いわゆる買収防衛指針）も、このような区別を意識してまとめられている<sup>7)</sup>。

#### ●—注

- 1) この点について、例えば、江頭憲治郎『株式会社法〔第7版〕』（有斐閣、2017年）773頁の文献を参照。
- 2) いわゆる機関権限分配秩序説とよばれる。この点について、例えば、川瀨昇「株式会社の支配争奪と取締役の行動の規制（三・完）」民商95巻4号496頁、森本滋「第三者割当てと支配権の変更」商事1191号17頁の文献、また、洲崎博史「不正な新株発行とその規制（2・完）」民商94巻6号727頁の文献も参照。なお、近時、このような学説に親和的とみられる裁判例（大阪地決平29・1・6金判1516号51頁）もある。
- 3) 本件を評釈するものとして、例えば、弥永真生「批判」ジュリ1511号2頁、鳥山恭一「批判」法セ757号121頁、山本爲三郎「批判」法学研究91巻8号84頁、杉田貴洋「批判」商事2156号4頁、野田耕志「批判」ジュリ臨増平成29年度重判解98頁、坂東洋行「批判」ひろば71巻1号70頁、須藤典明「批判」金法2072号6頁、遠藤元一「批判」旬刊経理情報1488号85頁、倉橋雄作「批判」ビジネス法務17巻12号76頁、飯田秀総「批判」法教447号150頁、高橋陽一「批判」リマークス58号86

頁、等の評釈がみられる。なお、これらの内、主要目的理論の運用の点については、例えば、弥永教授の評釈では、本件の決定の要旨2について、資金調達を緩やかに認定している旨指摘されているが、飯田准教授の評釈では、公募増資であるからといって、資金調達の合理性が緩やかに認められたわけではない旨指摘されている。また、飯田准教授の評釈では、さらに、本件の決定の要旨3について、日本証券業協会の規則（株券等の募集等の引受け等に係る顧客への配分に関する規則）では、発行会社が販売先を指定すること（親引け）が原則として禁止されているなど、誰が株式を最終的に取得するかを発行会社はコントロールできないことが、第三者割当てと決定的に異なることを本決定は重視したと考えられる旨指摘されている。また、これらの評釈の内、主要目的の認定にあたっての疎明の在り方の点については、例えば、鳥山教授や山本教授の評釈は、これを批判的に検討しており、鳥山教授の評釈では、不正発行の解釈において、対立する株主の持株比率を低下させる目的が経営陣にあることを株主が疎明すれば、会社の側がその目的は主要な目的ではないという主観的な事情を疎明すべき責任を負うとする解釈が採用されてよい旨指摘されている。なお、この点に関連して、拙著である徳本穰『敵対的企業買収の法理論』（九州大学出版会、2000年）の126～129頁も参照。

- 4) なお、本件を評釈するもの内、筆者の問題意識と関連する内容を一部に含むものとして、例えば、前掲注3)の倉橋弁護士の評釈がある。また、前掲注3)の高橋准教授の評釈でも、その末尾に、そのような指摘がみられる。
- 5) 筆者は、これまでの研究の中で、この点に関連して論じてきたことがある。そのような拙稿の中で比較的近時のものとして、例えば、徳本穰「敵対的企業買収と対抗措置」徳本穰ほか編『会社法の到達点と展望——森淳二郎先生退職記念論文集』（法律文化社、2018年）350頁、徳本穰「コラム2 買収防衛策と新株・新株予約権の発行」酒巻俊雄ほか『会社法重要判例〔第3版〕』（成文堂、2019年）56頁、徳本穰「コーポレート・ファイナンスと会社法 I 新株発行」法教444号10頁の拙稿を参照。
- 6) そうでないとし、もし、対抗措置の目的で行われた新株発行や新株予約権の発行を、伝統的な主要目的理論の下で判断するとすれば、伝統的な主要目的理論は、いわば単なる二分法であることから、対抗措置のような会社の通常の事業目的以外の目的で行われた新株発行や新株予約権の発行は、単純に不正発行に当たるものとして括られてしまうことになってしまうからである。この点の詳細については、前掲注5)の拙稿を参照。
- 7) この点の詳細について、例えば、前掲注5)の拙稿の中の「敵対的企業買収と対抗措置」の358頁を参照。