

# 支配権異動を伴う第三者割当に係る特則に関する一考察

米 山 毅 一 郎

## 一 序 説

- 二 支配権異動を伴う第三者割当に係る特則の構造・適用範囲
- 三 特則における株主総会決議除外事由
- 四 特則違反の効果
- 五 結 語

## 一 序 説

### 1 序 言

第三者割当増資が帯有する問題性とは、既存株主の持分比率の低下をもたらすことから、①株主の株主総会における議決権の比重を低下させ、②当該新株発行以前には行使できた各種の少数株主権が、行使要件不充足（持分比率の低下）故に行使不能となる事態を招来し、③利益配当率減少や株価値下り等の具体的損失を発生させ、④残余財産分配請求権に象徴される株主の実質的企業財産所有権能を縮減することにある。<sup>①</sup>①・②は株主の支配的利益、③・④は株主の経済的利益に関する問題（不利益）である。それでも尚、平成二六（二〇一四）年改正前会社法の下で、公開会社（会社法二条五号。以下、会社法の条数を引用する際の法令名を略す）は、払込金額が引受人にと

つて特に有利な金額である場合（有利発行。一九九条三項）に当たらない限り、定款所定の発行可能株式総数の枠内において、取締役会決議によって募集株式の発行等（以下、「新株発行」という）を決定し（二〇一条一項）、その割当先の決定もできる（二〇四条二項参照）。昭和三五（一九五〇）年改正商法によって授權資本制が採用され、定款所定の発行予定総数の枠内であれば、取締役会に新株発行権限が付与されていたところ、それが、平成一七（二〇〇五）年会社法に継受された結果である（ただし、非公開会社（発行する株式の全部について譲渡制限を定めている株式会社）の新株発行については、株主総会特別決議を要する（一九九条二項、三〇九条二項五号）。平成二（一九九〇）年改正商法に導入された株主の法定新株引受権の代償措置である）。授權資本制下、増資はもはや本質の一部設立と解する余地を失い、単なる自己資本調達視される。ここに至って、新株発行を「会社の人的・物的基礎を拡大する組織法上の行為」から「会社の業務執行に準ずる取引的行為」への変質として観念することが可能となったのである。<sup>(2)</sup>

そして、この局面においてこそ、資金調達機動化に必要とされる取締役会の裁量的権限強化の要請と、この強化された取締役会権限の濫用に対する既存株主の利益保護の要請との調整が、制度設計において不可避となる。株主の新株引受権に関する商法規定の変遷は、この問題解決の困難を如実に示している。<sup>(3)</sup> 即ち、昭和四一（一九六六）年改正商法によって、公募や第三者割当において特に有利な発行価額を定めるときは、株主総会の特別決議を要する旨規定し（同法二八〇条ノ二第二項）、その結果、公開会社の既存株主の利益保護は、株主の経済的利益（財産権的持分価値）保護限りで担保されるにすぎない。株主の支配的利益保護（会社支配権能の保障）については、公開会社の場合、等閑視されてきたのである。<sup>(4)</sup> この点は、平成二六（二〇一四）年改正前会社法にも引き継がれていた。

## 2 本稿の課題

平成二六（二〇一四）年六月二〇日成立、同月二七日公布の「会社法の一部を改正する法律」〔平成二六年法律第九〇号。以下「改正法」という〕は、平成二七（二〇一五）年五月一日に施行された。改正法は、新たに「公開会社における募集株式の割当て等の特則（以下「支配権異動を伴う第三者割当に関する特則」、あるいは単に「特則」という）」を設け（二〇六条の二）、公開会社における①一定の大規模な新株の第三者割当について、②既存株主に對する情報開示を充実させるとともに、③その意思を問うための手続きとして、株主総会の普通決議を要することとした。この新たな規律を、支配権異動を伴う新株の第三者割当局面における、既存株主の支配的利益保護措置と解する。この理解を前提とした場合、特則（二〇六条の二）の実効性を担保するための解釈が必要となろう。

その前に、解釈の対象を特定するために、そもそも特則の含意・適用範囲を明らかにする必要がある。以上の問題意識に基き、本稿では、第一に、特則の構造・適用範囲につき（課題①、二）整理・検討した後、第二に、特則の除外事由（当該公開会社の財産の状況が著しく悪化している場合の会社の事業の継続のための「緊急の必要」）該当性につき（課題②、三）、および第三に、特則に違反した場合の効果につき（課題③、四）、それぞれ解釈論上の検討を踏まえ、卑見を述べる。<sup>5)</sup>

(1) 拙稿「株主の新株引受権」倉沢康一郎・奥島孝康編『(岩崎稜先生追悼) 昭和商法学史』四一五頁（日本評論社、一九九六年）、吉本健一「新株発行による既存株主の法益侵害とその救済」『阪法』四九・一五〇号一七五頁以下一七七頁（一九八九年初出）〔新株発行のメカニズムと法規制〕（中央経済社、二〇〇七年）所収六四頁、六五頁。以下の引用は本書による。参照。

(2) その結果、会社支配権の異動を伴うような大量の新株発行を既存株主の意思を問うことなしに行うことが可能となった。学説上、これは株主が会社支配を決定するとの株式会社法の基本構造に反するとの批判が根強い（森本滋「新株の発行と株主の地位」論叢一〇四巻二号二一頁（一九七八年）、洲崎博史「不公正な新株発行とその規制（二・完）」『民商九四巻六号七三二頁

一七三三頁（一九八六年）。有利発行規制の対象とする、森淳二郎「株式価値の法的解釈（その一）——新株の発行価額の基本問題（三・完）」民商八三巻一—六頁—七頁（一九八〇年）等。この場合、株主総会決議を要する旨主張される（近時の見解として、明田川昌幸「公開会社における株式および新株予約権の発行規制について」黒沼悦郎・藤田友敬編『江頭憲治郎先生還暦記念』企業法の理論（七）三三六—二頁—三六四頁（商事法務、二〇〇七年）、穴戸善一「会社支配権と私的財産」第三者割当増資再論」前掲江頭還暦記念三九九頁、四〇〇頁、洲崎博史「公開会社（上場会社）における資金調達法制」大証金融商品取引法研究会第四号一〇七頁（二〇一一年）、尾崎安央「株式資金調達、計算」商事一九四〇号四三頁、四四頁（二〇一一年）参照）。

(3) 株主の新株引受権規定の変遷につき、上柳克郎ほか編『新版注釈会社法（七）二六四頁—一六六頁（倉沢康一郎）有斐閣、（一九八八年）、拙稿・前掲注（一）四一七頁—四二二頁参照。尚、新株発行規制の変遷につき、戸川成弘「新株発行」浅木慎一ほか編『浜田道代先生還暦記念』検証会社法 二八三頁以下（信山社、二〇〇七年）参照。

(4) 本文の記述は極端に過ぎるかもしれない。授權株式制度の下で、授權株式数は定款記載事項とされ（三七条一項二項）、公開会社では授權株式数は発行済み株式総数の四倍までに限られる（同三項）。それ以上の持分比率の低下に対しては、定款変更の株主総会特別決議（四六六条、三〇九条二項一号）を要し、上限も定款変更発効時の発行済株式総数の四倍までに限定される（一一三条三項）から、その限りで株主の支配的利益は保護され得る。不公正発行に対しては差止請求が認められる（二二〇条二号）。既存株主の保護につき、神田秀樹『会社法「一七版」』一四〇頁、一四三頁（有斐閣、二〇一五年）参照。

(5) 本文で述べたように、本稿の検討対象は、新株発行のうち、支配権の異動を伴う第三者割当増資である。改正法は、募集新株予約権の発行についても、基本的に新株発行の場合と同様の規定を置いた（二四四条の二）が、本稿では論じない。特則が設けられた経緯等については既に解説がなされているので（山下徹哉「支配株主の異動を伴う募集株式の発行等」法教四〇二号一六頁（二〇一四年）以下、野村修也「資金調達に関する改正」ジュリ一四七二号二五頁（二〇一四年）以下、赤木真美「第三者割当に関する会社法改正の意義」関西商事法研究会編『会社法改正の潮流 理論と実務』三四一頁（新日本法規、二〇一四年）以下、上田純子ほか編『改正会社法 解説と実務への影響』一六頁—二二頁（上田純子）（三協法規、二〇一五年）等）、本稿の課題から除外した。

## 二 支配権異動を伴う第三者割当に係る特則の構造・適用範囲（課題①）

### 1 特則の構造

(1) 特則の内容 二〇六条の二第一項柱書本文は、公開会社において、①新株引受人（その子会社等を含む）がその引き受けた新株の株主となった場合に有することとなる議決権の数が、当該新株の引受人の全員がその引き受けた新株の株主となった場合における総株主の議決権の数の二分の一を超える場合には、②一九九条一項四号所定の払込・給付期日（同号の払込・給付期間を定めた場合には、当該期間の初日。以下「払込期日」という）の二週間前までに、株主に対し、当該引受人（特定引受人）の氏名または名称および住所、当該特定引受人についての同一一号所定の発行新株の数その他の法務省令（会社法施行規則四二条の二、以下「会社則」という）で定める事項を通知しなければならない（情報開示。二〇六条の二第一項）。当該特定引受人が当該公開会社（新株発行会社）の親会社等である場合または二〇二条による株主割当の場合には本特則の適用はない（同条第一項柱書ただし書。したがって②の通知は不要である）。②の株主に対する通知は、公告で代替することが認められ（同条二項）、当該公開会社が同条一項所定の事項について同条所定の期日の二週間前までに、金融商品取引法四条一項ないし三項所定の届出（有価証券届出書による届出）をしている場合その他の株主の保護に欠けるおそれがないものとして法務省令（会社則四二条の三）で定める場合にも、通知・公告は不要である（二〇六条の二第三項）。

③②の通知・公告（同条三項の場合は会社則四二条の四所定の日）から二週間以内に、総株主（後述の株主総会において議決権を行使することができない株主を除く）の議決権の一〇分の一（定款でこれを下回る割合を定めた場合には、その割合）以上の議決権を有する株主が、特定引受人（その子会社等を含む）による当該新株の引受け

に反対する旨を会社に通知したときは、④会社は、払込期日（二〇六条の二第一項に規定する一九九条一項四号の期日）の前日までに、株主総会の決議によって、当該特定引受人に対する新株割当または当該特定引受人との間の二〇五条一項所定の総数引受契約の承認を受けなければならない（同条四項本文）。ただし、⑤当該公開会社の財産の状況が著しく悪化している場合において、当該会社の事業の継続のため緊急の必要があるときは、株主総会決議による承認は不要である（同条四項ただし書）。尚、決議要件は、役員選任の決議要件（三四一条）と同様の普通決議要件である（二〇六条の二第五項）。

(2) 特則の構造 叙上の内容のうち、①は、特則対象該当性に係る要件であり、②は、①を充たした場合の手続規制としての事前通知・公告から成る情報開示義務を課す。③は、②の通知・公告日から二週間以内に、総株主の議決権の一〇分の一以上の議決権を有する株主から反対通知があったとき、④原則として、株主総会決議による当該第三者割当または総数引受契約の承認を義務付ける。つまり、③と④との関係も、①と②と同様、要件と効果（総会承認決議の要求）の関係にある。④の原則に対する例外が、⑤公開会社の財産状況が著しく悪化し事業の継続のために緊急の必要性がある場合という、株主総会決議除外事由（以下「除外事由」という）である。

(3) 特則の評価 以上の構造から明らかなように、特則は、株主総会決議を前提とした、株主への通知・公告という情報開示規制と、反対株主からの通知という異議申述規制とから成る、一種の手続規制である。元来明解であり得た構造を複雑にした理由には、⑤の除外事由を置いたことが挙げられる。しかしながら、公開会社における会社支配権の異動に関する株主の関与（株主の支配的利益保護）と、財産状況が著しく悪化した会社における緊急の資金調達への配慮という、相異なる利益調整策として、制度設計上許容されるべきである。<sup>(6)</sup>

ただし、除外事由の存在することから、発行会社は、株主総会開催を想定したスケジュールを立てるか否かにつき難しい判断を迫られるし、<sup>(7)</sup>③の反対通知要件が充たされたにもかかわらず、除外事由に依拠して株主総会決議を

経ることなしに第三者割当増資を行う場合には、株主による差止請求（二一〇条一号）も覚悟せざるを得まい。<sup>(8)</sup>これらの難点を指摘して、「②・③の手続きは省略して、株主総会決議を原則として要求するという規律もあり得たのではないか」との見解に、私見も賛成する。<sup>(9)</sup>②・③は過剰規制と解する。<sup>(10)</sup>

## 2 特則の適用範囲に係る論点

(1) 特則対象該当性 公開会社が第三者割当増資を行う場合、当該第三者割当が本特則対象に該当するか否か、即ち、当該第三者割当によって、特定の引受人の割当後の議決権比率が、他の引受人全員が株主となった場合に有する最多議決権の二分の一超となるか否かにつき判断しなければならない。その際、特則対象該当性が成立するのは、①当該第三者割当（新株引受）が原因で、その結果として総株主の議決権の二分の一超の議決権を有することになる特定引受人が発生することを要する。引受人は自然人に限らない。

② 個々の引受人ごとに対象該当性は判断されると解される。<sup>(11)</sup>そこで、本特則の潜脱を目的とした明らかな脱法的行為を規制対象に含めるべきか、説が分かれる。<sup>(12)</sup>私見は、そのような場合には、文言解釈上、規制対象とすべきではないが、少なくとも株主の差止請求等において、不公正発行事由（二一〇条二号）即ち不当目的の存在を推定せしめ、この場合、主要目的ルールに依存するまでもないと解する。

③ 引受人が、ある会社の子会社であつて、当該引受人とその親会社との合計議決権数が過半数に達する場合でも、その親会社が当該新株を全く引き受けないときには、特則対象該当性を充足しない。<sup>(13)</sup>引受人たる子会社が親会社を指揮して、親会社の計算で当該株式を取得することは想定し難いことを理由とするのであろう（逆に、引受人に子会社等がある場合には合算する）。むしろ、取得後に発揮されうる親会社の子会社に対する影響力を直視して、この場合にも特則の対象とすべきであったとの指摘がある。<sup>(14)</sup>そのような規定ふりを採らないことからすれば、特則が当



該新株の取得時点のみを射程とすることを示すものと解し得る。

④ 特定引受人が発行会社の親会社等である場合、特則の対象外である。この場合の親会社等は既に支配権を有しており、当該第三者割当の特定引受人の議決権が二分の一超になることで会社支配権の異動が生じるわけではないからである。<sup>(15)</sup>

⑤ 逆に、引受人の議決権が二分の一超とならない場合で、実際に会社支配権の異動があっても、特則の対象外である。特則は、確実に支配株主の異動があつた場合といえる場面のみを対象とするものである。<sup>(16)</sup> 支配株主の異動(実質基準)と議決権二分の一超取得(形式基準)という基準の混在が指摘されるが、<sup>(17)</sup> 規律対象の明確化という点からはこれを肯定すべきであろう。<sup>(18)</sup>

⑥ 株主割当(二〇二条)は、全ての既存株主に均等に新株を引き受ける権利を与えることになるので、会社支配権の異動を目的とするとはいえないことを理由として、特則の対象外である。<sup>(19)</sup>

⑦ 上場会社が公募をする場合の一般的実務である買取引受(引受証券会社が一括して新株を引き受けた後、一般投資家に分売する)でも、発行会社の指示による親引けの慣行の排除が十分徹底していないとの現状認識から、その潜脱の利用が懸念され、特則の対象に含まれる。<sup>(20)</sup>

(2) 反対通知(異議申述)をすることができる株主 株式譲渡によつて株主地位は日々変動するのが公開会社、とりわけ上場会社である。二〇六条の二第四項は「総株主(この項の株主総会において議決権を行使することができる株主を除く。)の議決権の一〇分の一」と規定し、反対通知をなす株主が当該株主総会で議決権を行使することを前提とするように読める。すると、反対通知をした株主が、その後、当該株主総会に係る基準日の前に保有株式を売却したような場合、当該株主は当該株主総会における議決権を有しないことから、反対通知をした(異議を申し出た)株主の保有する議決権の割合が一〇%以上であるか否か(要件充足)の算定の際に、総会基準日現在で



保有していない株式に係る議決権を考慮する（算入する）のはおかしいのではないかとの疑問が生じる。<sup>(2)</sup>

この点、条文の文言からは事後に開催される可能性がある株主総会の議決権の基準日株主であることを要するものと解されよう。<sup>(2)</sup> しかしながら、特則該当性を充たす第三者割当増資に係る事前通知を行う時点で株主と、反対の要件（株主総会開催要件）充足後の事後的必要的株主総会における株主とは必ずしも一致しない。私見は会社が発する事前通知・公告から二週間以内に適式に反対通知を行う者が、当該反対通知の資格者であると解する。事後的に必要とされる株主総会における議決権保有株主といっても、当該反対通知の算定・要件充足の結果、会社は、初めてそれを確定できるのだから、実際の運用の仕方としては、反対通知を行った者がその時点で株主である（株主であった）限り、その反対通知を全て有効なものとして、単純に合計し、その結果総株主の議決権の一〇分の一に達した場合には、原則として株主総会決議が必要になると解する。<sup>(2)</sup> 反対通知の要件は、充足された場合に総会決議を必要となさしめる、いわば「引き金（トリガー）」である。当該増資の可否に係る判断は、当該総会に係る基準日株主が判断して不都合はない。

- (6) 吉本健一「支配株主の異動を伴う募集株式等の発行等」鳥山恭一『福島洋尚編『平成二六年会社法改正の分析と展望』三四頁（経済法令研究会、二〇一五年）。
- (7) 吉本・前掲注(6)三四頁、赤木・前掲注(5)三五六頁、三五七頁。
- (8) 必要性・緊急性が客観的に認められるか（除外自由の有無）は、差止訴訟（仮処分）の中で裁判所が判断する（岩原紳作「会社法制の見直しに関する要綱案」の解説」別冊商事法務編集部編『会社法制の見直しに関する要綱の概要』一六頁（商事法務、二〇一二年）。
- (9) 吉本・前掲注(6)三四頁。
- (10) 岩原・前掲注(8)一六頁、一七頁、山下・前掲注(5)一八頁、一九頁、坂本三郎「一門」答平成二六年改正会社法」二二八頁、一二九頁（商事法務、二〇一四年）は、①大多数の株主が特定引受人による新株の引受けに反対していない場合には、あ

えて株主総会の決議による承認を要することとする必要はなく、②一律に株主総会決議による承認を要することとは資金調達の機動性を害し、③無用なコストを生じさせ、株主の利益を害することを規制を設けた理由とする。

- (11) 実質的に支配権を共同で行使し得る立場にある者を一体の引受人と考えて規制するための規律が置かれていないことを理由とする(山下・前掲注(5)一九頁)。

- (12) 野村・前掲注(5)二八頁は、複数の引受人に対する分散が形式的で規制の潜脱であると認められる場合には、実態をみて、そのうちの一人を特定引受人と解すべきとする。山下・前掲注(5)一九頁も、明らかに潜脱的・濫用的な事例での実質的解釈の余地を認めるべきであるとする。同旨、吉本・前掲注(6)三四頁。尚、その他の潜脱事例につき、中東正文「募集株式の発行等」江頭憲治郎編『株式会社法体系』(有斐閣、二〇一三年)四二四頁注五六は全体として一体の取引だと考えられるときに、本特則の規制潜脱を許さないと解釈すべきとする。これを「エンフォース面から無理」と述べる、村田敏一「支配株主の異動を伴う募集株式の発行等に関する規律の新設について」北村雅史・高橋英治編『藤田勝利先生古希記念論文集』グローバル化の中の会社法改正』一一四頁注七(法律文化社、二〇一四年)参照。脱法行為が行われる可能性につき、さらに、赤木・前掲注(5)三五四頁、三五五頁参照。

- (13) 吉本・前掲注(6)三四頁。

- (14) 赤木・前掲注(5)三五四頁。

- (15) 山下・前掲注(5)一七頁、野村前掲注(5)二八頁、坂本・前掲注(10)一三二頁。

- (16) 吉本・前掲注(6)三五頁。山下・前掲注(5)一七頁。

- (17) 村田・前掲注(12)一〇三頁。それ故、本特則の適用回避が容易であると指摘する。

- (18) 吉本・前掲注(6)三五頁。

- (19) 坂本・前掲注(10)一三二頁。

- (20) 岩原・前掲注(8)一六頁、坂本・前掲注(10)一三二頁。

- (21) 森本大介「第三者割当増資に関する規律および子会社株式等の譲渡に関する改正」商事一九八五号二八頁(二〇一二年)。

- (22) 吉本・前掲注(6)三七頁注一四。

- (23) 森本大介・前掲注(8)二八頁、中村慎二・生島隆男・中島浩斗「改正会社法で変わるファイナンス・M&Aの実務」六六頁(中央経済社、二〇一五年)。

### 三 特則における株主総会決議除外事由（課題②）

#### 1 問題の所在

前章1(3)で述べた様に、本特則は、公開会社において支配権異動を伴う第三者割当増資が行われる際に一定の株主から異議申述（反対通知）がなされることを要件として、株主総会の普通決議を要することを、原則として課すものである。それは、事前の情報開示（二〇六条の二第一項・二項）と反対通知・株主総会決議（同条四項）から構成される手続規制である。株主総会の決議によって、支配権異動を伴う第三者割当増資の可否を決するのだから、新株発行における既存株主の利益、とりわけ株主の支配的利益保護に資するものである（経済的利益保護については、従来から有利発行規制が置かれていた）。換言すれば、株主による、会社の人的・物的基礎を拡大する組織法的行為への参加を担保するものであり、機関権限分配秩序に合致する<sup>24</sup>。株主総会の復権とも評し得る。

他方で、この原則に対する例外を一切認めないことは、新株発行の有する資金調達機動化の要請、したがってその行為としての、会社の準業務執行的取引行為性の後退を余儀なくする。それも極端に過ぎるということと、総会決議除外事由（二〇六条の二第四項ただし書。当該公開会社の財産の状況が著しく悪化している場合（要件①）において、当該公開会社の事業の継続のため（要件②）緊急の必要があるとき（要件③）は、株主総会決議は不要とされる）が置かれた<sup>25</sup>。それ故、除外事由は、取締役会の権限濫用に対する既存株主の利益保護の要請と、業務執行権限を有する取締役会の裁量的権限強化の要請との調整策とも評価しうる。除外事由成立の可否（除外事由該当性）に関する解釈は、叙上の相異なる要請のいずれを重視する立場を採るかに従って、解釈の幅に広狭相異なる結果を生じさせよう<sup>26</sup>。以下分説する。

## 2 経営破綻・倒産等回避説（限定説）

立案担当者らによる解説によれば、除外事由の趣旨は、株主総会を要するとすると、「公開会社が事業体としての存立を維持するために必要な資金調達に間に合わず、かえって株主の利益を害する結果となるおそれがある」ことから、例外を認めることとしたものであるから、「二〇六条の二第四項ただし書の要件は、倒産の危機が迫っている場合等、株主総会を開催しては公開会社の存立自体が危ぶまれるような緊急の事態が生じている場合に初めて充足されるもの」と解される<sup>(27)</sup>。要件①ないし③の全てを充足する必要があり、とりわけ要件②（必要性）及び③（緊急性）を厳正に解する立場からは、「単に財産状況の著しい悪化ではなく、それによつて事業の継続が困難となっており、かつこれを打開するために緊急の必要があるということになり、かなり限定されたケース」として、「緊急に募集株式等の発行を行わなければ資金がショートして手形の不渡りを出すなど、企業の存立が危ぶまれる場合<sup>(29)</sup>」や買収防衛策として利用するケースで「当該買収者が買収後会社を解体して売却するようなケース<sup>(30)</sup>」が例示される。単に、資金調達が緊急に必要というだけでは除外事由の成立を認めず、株主総会を開催しては経営破綻に至るような場合と狭く限定的に解釈される<sup>(31)</sup>。

## 3 取締役会権限濫用排除説（弾力的解釈説）

前述した経営破綻・倒産等回避目的等に原則として除外事由を限定する見解に対するものとして、除外事由をより弾力的柔軟に解する見解がある。この見解は、株主総会に係る時間的観点だけでなく、「本特則の立法趣旨にも配慮して、取締役会が支配株主を変更することもやむを得ないと認められる会社の事業の継続のため緊急に必要な場合」にも除外事由の成立（除外事由該当性）を肯定し、本特則を弾力的柔軟に解することにも合理性があると<sup>(32)</sup>する。そのような場合として、「会社の財産状況が悪化し、事業継続にとつて当該新株発行（業務・資本提携）が必要不可

欠であり、とりわけ、他に合理的な代替案がないため、当該新株発行ができないときは、早晚事業の継続が困難となる状況下において、一人または複数の支配株主が自らの利害に固執して、当該新株発行に反対したことから、経営陣が状況を誠実に説明して理解を求める努力をしたが、調整作業は難航し、相手方から、これ以上待てないとして、別途提携先を考えることも示唆しつつ、早急に経営上の決断をするよう迫られる場合」が例示される<sup>(33)</sup>。

#### 4 検討

両説の相違点は、文言解釈上①「緊急の必要」に関し、株主総会開催に要する時間的観点を重視し、株主総会を待つては会社が破綻・倒産するおそれが現実にあるときが、「事業の継続のための緊急の必要性」に当る典型例と解する（限定説）か、文言解釈からは問題であろうが、本特則の立法趣旨にも配慮して、取締役会による支配株主変更にも、場合によっては（特段の事情があれば）、会社の事業の継続のため緊急の必要性が認められると解する（弾力的解釈説）かにある。この相違の背後には、②支配権異動を伴う第三者割当増資における既存株主の支配的利益保護を重視して、特則の実効性（株主総会の復権）を担保するために、（事後の）総会決議除外事由の成立を厳しく狭く解するとの視点（限定説）と、株主全体・株主共同の利益のために誠実に経営判断を行った結果としての当該第三者割当増資につき、取締役会の経営判断を尊重して、（事後の）総会決議除外事由を弾力的幅広に解すべきとする視点（弾力的解釈説）との相違が存するものと思われる。いうまでもなく、③前者は、第三者割当増資を「会社の人的・物的基礎を拡大する組織法上の行為」と視る立場に、後者は、それを「会社の業務執行に準ずる取引的行為」と視る立場に、それぞれ親和的である。

私見は、取締役権限濫用排除説（弾力的解釈説）を妥当と解する。特則の立法趣旨は、「会社支配権の移転は取締役会ではなく株主が決定すべきとする考え方を具体化したもの」と評価しうる<sup>(34)</sup>。これを前提とするならば、特則の

実効性を担保するためには、限定説を採る方がより徹底すると一応いえよう。

しかしながら、限定説を採ると、取締役会の経営判断を過剰に規制する結果、株主全体・共同の利益を損なうことが危惧される。彈力的解釈説で例示された場合において、限定説に依拠して、株主総会決議を欠くことを理由に新株発行差止請求(二一〇条)がなされ、差止仮処分決定がなされたときは、当該第三者割当増資は差止めによって実現されないこととなり、その結果、当該会社は破綻することがあり得る。<sup>(35)</sup> 仮に差止仮処分決定を無視して、取締役会が当該第三者割当を行えば、判例に依れば、それは新株発行無効訴訟(八二八条一項二号)における無効事由に該当する。<sup>(36)</sup> このような結果に合理性が認められようか。所有と経営の分離が前提とされる株式公開会社法制の下では、会社のために最善の利益になると信じて誠実に業務執行をなした取締役会の判断は尊重されねばならない。機動的資金調達を実現することは、現行会社法上、取締役会の重要な業務の一例である。改正法で導入された本特則の立法趣旨は、そもそも、このような重要な業務執行を行う際に、取締役(会)が自らの保身等利己的意図をもって強大な業務執行権限を濫用することを防止すること(裁量権限の濫用防止)にあると解する。それ故彈力的解釈説を採用しても、その立法趣旨に背理ではないと考える。むしろ、会社の危機的状況を作り出した多数派ないし支配株主が、具体的な会社再建策を提言することなく、取締役会の真摯な経営判断に基く提案である新株発行(新たな業務資本提携のための支配権異動を伴う)に反対するのみで、現状のまま推移する限り会社の事業継続に困難が生ずるときには、特則の除外事由に該当するものと解するべきである。<sup>(37)</sup>

(24) 江頭憲治郎『株式会社法「六版」』(有斐閣、二〇一五年)七五四頁は、「支配株主の異動は、合併等に準じる『会社の基礎的変更』であって、これを取締役会のみで決定できてはおかしいから」と説明される。

(25) 山下・前掲注(5)一九頁、岩原・前掲注(8)一六頁、坂本・前掲注(10)二三頁。

- (26) 森本滋「公開会社における支配権の異動を伴う第三者割当と取締役会の権限——仙台地裁平成二六年三月二六日を素材として——」金法二〇〇三号三九頁、四〇頁（二〇一四年）。
- (27) 坂本・前掲注(10)一三三頁。
- (28) 吉本・前掲注(6)三五頁。
- (29) 野村・前掲注(5)二九頁。
- (30) 吉本・前掲注(6)三八頁注四二。
- (31) 山下・前掲注(5)二〇頁。
- (32) 森本滋・前掲注(26)三九頁。
- (33) 森本滋・前掲注(26)三九頁。
- (34) 久保田安彦「第三者割当て」商事二〇四一—二八頁（二〇一四年）。
- (35) 森本滋・前掲注(26)三九頁注三二は仙台地決平成二六年三月二六日（金判一四四一—五七頁）の事案に関して「一、二カ月程先の株主総会の開催を待つことができないうけではなからう。しかし、この業務・資本提携の機会を逃せば、会社はじり貧になり、一年以内に内部管理体制等の問題の是正がなければ上場廃止になるおそれが認められる」として、特則四項ただし書適用の可能性を検討する意味を認める。
- (36) 最判平成五年二月一六日民集四七卷一〇号五四—三三頁。
- (37) 森本滋・前掲注(26)三七頁注二三、三九頁。森本滋「支配株式の取得と取締役会・株主総会」商事一八八二—二〇〇九頁。二二頁は、「証券市場において、会社は投資対象である株式の発行会社であるにすぎない。従業員、顧客、取引先等の生身の人間は捨象される。ファンドマネージャーにとって当面の利益最大化（株価の最大化）が基本的な行動基準となるのであろう。しかし、会社法学がそれと同じでなければならぬわけではない」とされる。今日のいわゆるマネー資本主義・ファンド資本主義の下では、長期安定的な企業価値を維持するため、経営者の経営権を従来以上に評価尊重することにも合理性があるとの主張に通じる。

#### 四 特則違反の効果（課題③）

本特則に違反した場合の効果について検討する。違反の態様としては、①株主に対する通知・公告手続（情報開



示)の違反および②適法な株主総会決議の欠缺が考えられる。①は、情報開示(通知・公告)の欠缺、通知漏れ、通知期間不足等である。②は、(イ)一〇分の一以上の反対通知があり、かつ除外事由不存在(不成立)にもかかわらず株主総会決議がないこと、または(ロ)株主総会決議に瑕疵が存在することである。これらに対しては、救済策として、(a)新株発行差止請求(二二〇条。通常は仮処分申請による)、(b)新株発行無効の訴えの提起(八二八条二号)、(c)取締役等の損害賠償責任の追及(四二三条一項、四二九条一項)がある。<sup>(38)</sup>以下(c)を除き分説する。

### 1 差止事由

新株発行に法的瑕疵がある場合、その効力発生前には、株主は差止請求によって争うことができる。①および②の手続的瑕疵は、法令違反に該当するので、差止事由が成立し(二二〇条一号)、株主の請求が認められる。第三章で検討した、株主総会決議除外事由の存在に異議のある(したがって、除外事由に該当する)の取締役会の経営判断に疑問を有する)株主は、特則の四項違反を主張して差止め請求することになる。<sup>(39)</sup>それ故、緊急の必要性の有無(除外事由成立の可否)は、最終的には裁判所が判断することになる。<sup>(40)</sup>

叙上のような手続的瑕疵がなかった場合、なお不正発行に該当する(二二〇条二号)旨主張して差止請求することが認められるであろうか。換言すれば、特則が遵守される限り、不正発行該当性は排除されると解するべきか否かの問題である。本特則を遵守するとは、「①株主からの反対通知が少ないか、②株主総会決議の承認を得られただか、③緊急の必要が存在するか、のいずれか」であるところ、「③の場合には、資金調達という正当な目的による発行等であるから」、不正発行該当性は否定され、「①または、②の場合には、議決権数において多数の株主が反対せず、あるいは株主総会決議による承認があるということ」は、不正発行該当性を否定する方向で考慮され、それ故債務者(会社)に有利な事情(評価障害事実)と認められよう。<sup>(41)</sup>つまり、不正発行該当性の判断に影響しう

る問題ではあるが、このことから直ちに不公正発行のケースがなくなるわけではないと解する<sup>(42)</sup>。そうすると、そのようなケースにおいては、不公正発行該当性の判断基準として主要目的ルール<sup>(43)</sup>は、尚有用性を維持するであろう。換言すれば、本特則を置いたことよって、従来、専ら主要目的ルールの運用に依存してきた領域のうち、特則の適用領域については、もはや、主要目的ルールの守備範囲から除かれることになる。それでも尚、四項違反の有無（除外事由の成否）を判断する際に、裁判所が「主要目的ルール」に依拠する場合はあり得ると解する<sup>(44)</sup>。

## 2 無効事由

新株発行に法的瑕疵があったとしても、その効力発生後は、株主は新株発行無効の訴えによるほか争うことが許されない（八二八条一項二号）。無効事由は法定されておらず、解釈に委ねられるが、新株取得者・転得者の取引安全、会社債権者の保護の要請から、判例法理は、無効事由を極めて限定的に解してきた<sup>(45)</sup>。この立場を前提とするならば、本特則に関連する瑕疵のうちいずれが無効事由に該当することとなるのか尚、慎重な検討を要することになる<sup>(46)</sup>。具体的には、①特定引受人に係る情報等の通知・公告（情報開示）手続の違反（二〇六条の二第一項違反）、②適法な株主総会決議を欠くこと（同条四項違反）が問題となる。

判例法理が無効事由として認めるのは、（イ）差止事由があるのに差止請求の機会が奪われたこと（新株発行事項の通知・公告を欠くなど差止めを命じる仮処分（差止仮処分命令）に違反したこと<sup>(47)</sup>）である。判例法理を前提とすれば、①は無効事由、②は無効事由に該当しないことになりそうである<sup>(48)</sup>。②を無効事由としないことにつき議論の余地がある。この点につき、②の場合も、会社は反対通知が一〇分の一以上の議決権比率に達したことを開示する義務がなく、株主はそれを知る手段を有さないことから、①と同様、いずれも事前の差止めは事実上困難である。また、「緊急の必要」の存否（株主総会決議除外事由成立の可否）を差止訴訟（仮

処分)の中で判断するには、株主にとってそもそも当該仮処分申請を行う時間的余裕がなく、裁判所にも差止め可否を判断する時間的余裕がないので、その要件(二〇六条の二第四項ただし書)充足の可否は、新株発行無効の訴えで争うほかないと解する。それ故、当該要件不充足の場合は、時間的に株主の差止請求の機会がないこと、あるいは当該新株発行が実質的に「会社の組織の変更」に当たり、当該株式は支配株主(特定引受人)の下にとどまっているのが通例であることを理由に、①と同様に無効事由に当ると解する。<sup>(49)</sup>これらの理由付けに対しては、通常の新株発行差止請求の場合にも、株主による申立ての時期によって審理時間が短くなることはあり得るにもかかわらず、それを理由として新株発行無効の訴えによる救済を認めるべきであるとは考えられていないし、緊急の必要性(株主総会決議除外事由)の解釈につき、前述した限定説を採るならば、その成立の可否の判断は、有利発行該当性・不公正発行該当性の判断と比べて相当に複雑であるといえるかは必ずしも明らかではない旨の指摘がなされる。<sup>(50)</sup>これに対しては、そのような限定的な解釈が定着するか否か明らかではないことに加え、<sup>(51)</sup>特則が設けられた趣旨、即ち支配権異動を伴う第三者割当局面における株主の関与という点を重視して、無効事由に当たると解する。総会決議除外事由の判断につきこのように解しても、弾力的解釈説を採る限り、無効事由の極端な拡張にはならぬものと考えらる。

①との関連で、「特定引受人に関する通知等がされたが反対通知をした株主の議決権が一〇%に達せず株主総会が開催されなかった場合で、通知等の内容の一部に虚偽や不足があったときも、虚偽・不足があった通知事項が、株主による反対通知をするか否かの判断に影響を与えるものであれば、無効事由となると解される。<sup>(52)</sup>

尚、株主総会決議に取消事由・無効事由等瑕疵がある場合にも、新株発行無効事由に当たると解する。<sup>(53)</sup>

(38) 吉本・前掲注(6)三五頁、三二六頁。

- (39) 山下・前掲注(5)二〇頁。
- (40) 岩原・前掲注(8)一六頁。
- (41) 山下・前掲注(5)二〇頁参照。
- (42) 吉本・前掲注(6)三六頁は、株主総会決議に瑕疵がある場合のほか、「買取防衛策として適法であると認められない内容」である場合、少数株主権の行使が見込まれる場面で「当該少数株主の持分比率を低下させて株主保有要件を満たさないようにする目的で本特則に該当する募集株式等の発行等を行う場合」には、総会決議で承認されても、不正発行に当たる可能性がある」とされる。
- (43) 支配権をめぐる争いがある場合に、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ことを主要な目的としてなされた新株の発行は、不当な目的を達成する手段として不正発行になる(東京地決平成一六年七月三〇日金判一〇一〇号九頁)。支配権維持目的を推認させる各種の事実と資金調達目的等の正当な目的により新株発行が行われたことを推認させる各種の事実を総合的に考慮して、いずれが主要な目的であるかを判断する手法が主要目的のルールであり、一種の比較考量論である(大杉謙一「大規模第三者割当増資」岩原紳作Ⅱ小松岳志編『会社法施行五年 理論と実務の現状と課題』八四頁(有斐閣、二〇一一年)参照)。
- (44) 本文第三章4で検討したように、除外事由の有無(成否)は弾力的に解釈されるべきであり、企業価値向上にとり合理的な事業計画遂行のために必要な資金調達手段としての新株発行は、特段の事情のない限り不正発行に当たらない。たしかに、①支配権争奪局面では現経営者に自己保身本能は生ずるものであり、このことに留意して新株発行の合理性について検討する必要はある(森本滋・前掲注(26)三七頁、三八頁本文および注二〇)。もつとも②支配権争奪局面で現経営者に構造的利益相反関係が認められ、主要目的のルールの適用を受けるといふ表現は経営判断原則不適用を意味する(西本強「ホワイトナイトに対する新株等の第三者割当て」濱田道代ほか編『会社訴訟』四三六頁(民事法研究会、二〇一三年)は、「主要目的のルールの適用を受けるといふ意味で取締役の裁量は制限を受け、その限りでは『経営判断原則』は適用されないと評価し得る」とされる)のではなく、①の意味ではなからうか。そのように解すると、主要目的のルールとは、支配権争奪局面における経営判断原則適用の可否を判定する基準として理解すべきことにならう。それは、取締役(会)の裁量権濫用規制法理の新株発行場面での発現である。
- (45) 江頭・前掲注(24)七六九頁。判例法理に対する批判として田邊光政「支配権の異動を伴う新株発行」田邊光政編『今中利昭先生傘寿記念 会社法・倒産法の現代的展開』一八頁以下二二頁(民事法研究会、二〇一五年)、吉本・前掲注(1)九四頁―一〇一頁参照。

- (46) 山下・前掲注(5)二〇頁。
- (47) (イ) 最判平成九年一月二八日民集五一卷一七七一頁、(ロ) 最判平成五年二月二六日民集四七卷一〇号五四三三頁。
- (48) 野田輝久「支配権の異動を伴う募集株式の発行」関西商事法務研究会編『会社法改正の潮流 理論と実務』一八八頁(新日本法規、二〇一四年)。山下・前掲注(5)二二頁(少なくとも特定引受人に係る情報が公示されているので、差止めを検討する機会が株主には与えられているし、緊急の必要性の有無が争点となるため法的安定性を欠くから差止請求で争うこととする解釈も考えられる旨の指摘)。
- (49) 久保田安彦「第三者割当て」商事二〇四一—二九頁以下(二〇一四年)、江頭・前掲注(24)七五六頁注九、七七〇頁。吉本・前掲注(6)三六頁は、この外に本特則の趣旨が確保されないことを指摘する。尚、山下・前掲注(46)二二頁、武井一浩・本柳祐介「上場企業の第三者割当をめぐる法整備の概要」ジュリ一四七〇号一五頁以下(二〇一四年)参照。
- (50) 松尾健「資金調達におけるガバナンス」神田秀樹編『論点詳解平成二六年改正会社法』七二頁、七三頁(商事法務、二〇一五年)。
- (51) 松井智予「第三者割当増資」法時八七卷三二二頁(二〇一五年)、松尾・前掲注(50)七三頁注三三。
- (52) 松尾・前掲注(50)七三頁。
- (53) 吉本・前掲注(6)三六頁は、「既存株主の支配的利益が不利益を受ける場合には、他の救済手段では侵害利益を回復することができない」ことを理由とする。中東・前掲注(12)四二四頁は、本特則を組織再編行為に準じたものと理解することから、不正発行を無効事由と解する解釈論へも影響を与える旨示唆する。不正発行と無効事由との検討については他日を期したい。

## 五 結 語

特則は、公開会社における、株主の支配的利益と機動的資金調達の実現という、相異なる要請の調整を図った結果、課題①の検討から明らかになった適用範囲に係る諸論点を生んだ。課題②で検討した総会決議除外事由の解釈については現時点での整理を行ったにすぎない。私見は、弾力的解釈説、即ち取締役会権限濫用排除説が正当であ

ると解するが、今後の裁判例等の蓄積・展開をまっぴら、更に考察を深めねばならない。

課題③の検討から、特則導入は、主要目的ルールの適用領域に影響あるものの、その有用性は維持される旨述べた。特則が導入された趣旨を重視して、株主総会の復権を図るべく、一項・四項違反は、いずれも新株発行無効事由に当たると解する。尚、主要目的ルールの存在理由につき、それは新株発行局面での経営判断原則適用の可否を判定する基準（裁量権濫用規制法理）である旨の試論を注(44)に示した。このことと、主要目的ルール正当化根拠としての機関権限分配秩序論とが矛盾するわけではないと解する。論証の詳細は今後の課題としたい。

特則の意義は、条件付きながらも、公開会社における支配権異動を発生させる第三者割当局面において、株主の支配的利益の保護・株主総会の復権を図る点に存するものと解する。それ故、特則の実効性を担保するための解釈論が必要である。そうすると、除外事由の弾力的解釈の必要は、それとの調整を図る意味でも整合的ではなからうか。