

【判例研究】

第三者割当による新株発行が「著しく不公正な方法により
行われる場合」に該当するとされた事例
——名古屋地方裁判所令和4年2月17日民事第2部決定⁽¹⁾——

中京大学法学部 教授

新 里 慶 一

I 事実の概要

1. 当事者

- ① X社：債権者。アークホールディングス株式会社。株式、有価証券の保有及び運用等を目的とする株式会社である。Y社の普通株式30万株を保有している。
- ② Y社：債務者。株式会社エスポア。不動産の売買・賃貸借・仲介等を目的とする株式会社。資本金の額は8億5,180万円、発行可能株式総数は480万株、発行済み株式総数は152万4,000株、単元株式数は100株である。その発行する普通株式を、株式会社名古屋証券取引所が運営するセントレックス市場に上場している。令和4年1月30日現在、議決権を保有する株主は、223名いる。

2. 主な関係者

- ① A：X社の代表取締役であり、また、Y社の取締役である。Y社の普通株式19万株を保有している。
- ② B：Y社の取締役。令和2年7月1日までストークの代表取締役及び取締役であったが、同日辞任した。また、令和2年6月30日までコスモランドの取締役であった。
- ③ ストーク：株式会社ストーク：Y社の第三者割当先。不動産の売買、賃貸、仲介、あっせん及び不動産管理業等を目的とする株式会社であり、Y社の普通株式49万株を保有している。代表取締役は、Bの親族Cである。
- ④ コスモランド：株式会社コスモランド。ストークの100パーセント株主である。Y社の取締役Bが、令和2年6月30日まで、同Eは令和3年9月30日まで、それぞれ、取締役であった。

3. 事実関係

- ① X社は、令和4年1月6日付書面により、Y社に対し、会社法297条1項に基づき、〈i〉A以外の取締役全員に当たる取締役F、同B、同E、同Gおよび同Hの全員の解任、並びに、〈ii〉取

締役4名選任（以下、「本件株主提案」という。）等を目的とする臨時株主総会（以下、「本件臨時株主総会」という。）の招集を請求し、また、本件臨時株主総会の目的である本件株主提案議案について賛同する株主を調査すること等を目的として、会社法125条2項に基づき、株主名簿閲覧謄写を請求した。

- ② 令和4年1月14日、Y会社は、取締役会において、本件臨時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確定するための基準日を1月30日と定める旨決議した。
- ③ 令和4年1月19日、Y会社は、取締役会において、本件臨時株主総会の開催日時を令和4年3月4日とすること等の詳細を決定した。
- ④ 令和4年1月24日、Y会社は、三井住友銀行とのシンジケートローン契約に基づき、下記、第三者割当増資について、貸付人及びエージェントに対して、回答期限を1月31日として、承諾を依頼した。

割当先：ストック

発行株式の種類と数：Y会社普通株式 37万株 1株当たり1,200円

調達資金の額：現金出資 4億4,400万円

資金用途：物件購入及び有利子負債返済

払込期日：令和4年2月24日

- ⑤ 令和4年1月31日、X会社は、本件臨時株主総会について、他の一般株主への委任状勧誘を行うため、株主名簿閲覧謄写の仮処分命令の申立てを行った。
- ⑥ 令和4年2月1日、Y会社は、取締役会において、本件株主提案を本件臨時株主総会の付議議案とする旨、および、取締役会としては、①の本件株主提案に反対する旨決議し、同日、同決議の内容等を文書により公表した。
- ⑦ 令和4年2月5日、Y会社の取締役であるGは、Y会社の役員らに対して、2月8日開催の臨時取締役会（以下、「本件取締役会」という。）を招集する旨のメールを送信した。同メールには、決議事項として、

- 「1）第三者割当増資の件
- 2）基準日後株主の議決権付与の件
- 3）増資払込実施後の繰上弁済の件」

とのみ記載され、資料は当日配布する旨記載されていた。

第三者割当増資による資金調達及び宿泊施設の購入については、令和3年5月27日開催の定時株主総会以降、令和4年2月8日開催の本件取締役会より前、取締役会で議論されたことはなく、取締役Aに知らされたこともなかった。

- ⑧ 令和4年2月8日、本件取締役会において、下記のとおり、新株発行（以下、「本件新株発行」という。）を行うことが付議され、A以外の取締役全員が賛成して決議された。

払込期日：令和4年2月24日

発行新株式数：普通株式37万株

発行価額：1株につき1,065円

調達資金の額：3億9,405万円

割当予定先：ストック

- ⑨ また、同8日、本件取締役会において、会社法124条4項に基づき、令和4年3月4日開催予定の本件臨時株主総会に係る基準日後に第三者割当により新株式を取得するストックに対して議決権を付与する旨決議された。
- ⑩ 本件新株発行に関する令和4年2月8日付リリースによれば、宿泊施設事業について、宿泊施設物件の慎重な精査（デューデリジェンス）、宿泊施設物件の事業スキーム構築、宿泊施設物件の購入取得、宿泊施設物件の運営を委託、宿泊施設物件の稼働状況をモニタリング、宿泊施設物件の保有方針の検討及び決定、というステップを計画している、とされている。
- ⑪ 令和4年2月8日の時点で、ストックは、①のX会社による本件株主提案に反対の意思を表明していた。
- ⑫ 令和4年2月9日、シンジケートローン契約のエージェントである三井住友銀行は、Y会社に対し、③の承諾依頼に関して、全貸付人より承諾する旨の回答があったと通知した。
- ⑬ 令和4年2月9日、X社は、名古屋地方裁判所に、Y社が、⑧の令和4年2月8日の本件取締役会の決議に基づいて現に手続中の普通株式37万株の新株の発行は、会社法210条2号に定める「著しく不公正な方法による発行」であるとして、本件新株発行の差止めを求めた仮処分申立て（以下「本件申立て」という。）を行った。
- ⑭ 令和4年2月15日、Y会社は、コスモランド及びストックとの間で業務提携に関する基本契約を締結し、その旨を公表した。
- ⑮ 令和4年2月17日、名古屋地方裁判所民事第2部は、X会社の本件申立てを認容した⁽²⁾。

II 決定要旨（認容）

1. 争点1：本件新株発行が、「著しく不公正な方法により行われる」（会社法210条2号）といえるか、について

(1) 本件新株発行が「支配権を維持することを主要な目的として」されることの推認

「上記認定事実によれば、Y会社の取締役会が本件新株発行の決議をした当時、Y会社の取締役会においては、X会社が、現在の取締役のうちA以外の全員の解任を目的とする臨時株主総会の招集を請求して経営権をめぐる争いが顕在化していた。

Y会社の株主構成を見ると、従前は、X会社及びAが併せて約32.94パーセント、出席率を考慮すると約40.41パーセントの議決権を保有し、ストックも同率の議決権を保有していて、ストック、X会社及びA以外の株主の動向によっては、X会社が本件臨時株主総会において多数派を構成する余地もある状況にあった。Y会社は、X会社及びA以外の株主のほとんどは本件株主提案に反対するはずである旨主張するが、そのように認めるに足りる疎明資料はない。令和3年5月27日に開催されたY社の定時株主総会において議決権総数の81.5パーセントの株主が議決権を行使し、うち議決権総数の81.29パーセントの株主がY社提案に賛成した（…）としても、このときは大株主であるX会社及びAもY会社提案に賛同していて、実質的に争いがなかったためとも考えられ

るから、このことから、大株主の間で意見が対立している本件臨時株主総会において、他の株主が本件株主提案に反対すると認めることはできない。仮に、本件新株発行が行われれば、X会社及びAの議決権保有割合は約26.38パーセント、出席率を考慮しても、約30.96パーセントにとどまるのに対し、ストークの議決権保有割合が約46.29パーセント、出席率を考慮すると約54.34パーセントとなり、ストークが多数派を構成することが極めて容易になる。これは、Y会社の既存の株主の議決権割合に重大な影響を及ぼすような数の新株が発行されるものといえる。

本件株主提案により解任を提案されている取締役5名は、本件臨時株主総会のわずか24日前に本件新株発行の決議に賛同した上、ストークに対して、会社法124条4項に基づき議決権を付与することを予定している。ストークは、本件株主提案において解任を提案されている取締役Bがかつて代表取締役を務め、現在の代表取締役がBの親族であり、現に、本件取締役会が開かれた令和4年2月8日の時点で、本件株主提案に反対の意見を表明していた。

Y社は、令和4年1月24日には、三井住友銀行に対して本件新株発行について、承諾を依頼していたにもかかわらず、同年2月5日の本件取締役会の招集まで、取締役であるAに対しては第三者割当増資に関する情報が知らされていなかった。

以上のとおり、本件新株発行は、〈a-1〉会社の支配権につき争いがある状況下で、〈a-2〉既存の株主の議決権保有割合に重大な影響を及ぼすような数の新株が発行され、〈a-3〉それが第三者に割り当てられる場合であるのみならず、〈b-1〉それが、成否の見通しが必ずしもつかない現経営陣の多数派の解任が議案となっている株主総会の直前に行われ、〈b-2〉しかも、現経営陣の多数派と密接な関係を持ち、現経営陣の多数派を解任する旨の本件株主提案に反対することを表明している割当先に、会社法124条4項に基づき議決権を付与することを予定しているというのである。〈b-3〉本件新株発行をするために必要な、債権者の承諾を得るという対外的な手続が進められているにもかかわらず、現経営陣の多数派と敵対する取締役Aには、第三者割当増資に関する情報が共有されていなかった。これらの事情を踏まえると、〈c〉ほかにこれを合理化できる特段の事情がない限り、本件新株発行は、既存の株主の議決権保有割合を低下させ現経営陣の多数派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推認できる。」(下線、〈a-1〉〈a-2〉〈a-3〉、〈b-1〉〈b-2〉〈b-3〉、そして、〈c〉は、筆者による。)

(2) 「ほかにこれを合理化できる特段の事情」の存否

「これに対して、Y会社は、本件新株発行は、新規事業である宿泊施設事業及び借入金返済に充てる資金調達を目的としたものであり、Y社の支配権維持を主たる目的として実施されたものではないとして、資金用途を具体的に説明している。現に、Y社は、令和4年2月15日、コスモランド及びストークとの間で業務提携に関する基本契約を締結した旨公表している(…)。」

① 資金用途の実体の検討の必要性

「しかしながら、本件新株発行の割当先(ストーク)、Y会社が主張する宿泊施設の購入先(コスモランド)及び調達した資金による借入金の返済先(ストーク)は、いずれも本件株主提案によっ

て解任を求められている取締役Bと密接な関係を有する会社であることにかんがみると、Y会社の主張する資金使途が実体を伴うものであるか慎重にみる必要がある。」((ストーク)、(コスモランド)、そして、下線は、筆者による。)

② 調達資金の使途とされる宿泊施設事業への展開

「まず、調達資金の使途とされる宿泊施設事業への展開についてみると、確かに、X社も臨時株主総会招集請求書(…)において指摘するとおり、本件新株発行の決議当時、収益力を高めるため新規事業を立ち上げることがY社の経営課題となっていたことが認められるし、新型コロナウイルスの感染が拡大してまん延防止等重点措置が発令されている状況下とはいえ、新型コロナウイルスの感染収束後を見据えて宿泊施設事業を開拓することにも経営判断として合理性がないとはいえない。他方で、宿泊施設事業への展開は、本件取締役会で初めて報告され、取締役会は、事業の詳細を議論するより先に資金調達方法をその場で決議したのであり、Y社における意思決定は、拙速というべき態様であった。令和元年11月のY社の新中期経営計画(…)には、「親会社であるストークとの協業となるホテル運営事業についても今後参入予定」との記載があるが、その後新型コロナウイルス感染が拡大したこともあり、ホテル事業の検討はいったん中断されたというのであり、現に翌令和2年12月のY社の中期経営計画(…)にはホテル事業についての言及は見当たらない。Y社は、令和3年10月からストークに宿泊施設事業への展開を相談してきたと主張するが、上記認定のとおり、本件取締役会より前にも、令和4年1月14日、同月19日、同年2月1日など、複数回取締役会が開催されてきたにもかかわらず、取締役会に宿泊施設事業への展開は報告や付議されてこなかったのであるから、今般の宿泊施設事業への展開は、仮に経営権をめぐる争いが顕在化する以前からY社内部において検討が始まっていたとしても、踏み込んだ検討がなされてきたのか疑問がある。Y社の主張によっても、購入する宿泊施設の候補が2つあるのみで、現在はまだ検討段階であり、令和4年3月以降に詳細な購入条件を交渉する予定というのであるから、宿泊施設事業への展開について、上記のように資金調達を急ぐ必要があったか疑問が残る。第三者割当増資による資金調達は、比較的 low コストで短期間に資金を調達できるというメリットがあることを考慮すると、後記の借入金の返済資金と別に資金調達を行うと発行費用等が増えることから、借入金の返済資金と合わせて本件新株発行により宿泊施設事業に係る資金を調達した旨のY社の主張は、直ちに採用することができない。」(下線は、筆者による。)

③ 調達資金の使途とされる借入金返済

「また、調達資金の使途とされる借入金返済についてみると、X社が臨時株主総会招集請求書(…)において指摘するとおり、取締役会が本件新株発行を決議した当時、Y社の有利子負債残高が高額であり、その圧縮が経営課題となっていたことは認められる(…)。しかしながら、宿泊施設事業への展開と同様、本件取締役会より前には、取締役会において、第三者割当増資に関する報告、議論がされてこなかったのであり、やはりその意思決定過程には拙速の感が否めない。令和元年に、Y社においてOAKキャピタルに対する第三者割当が検討された際は、その検討等の状況について、取

締役会で経過報告されていたこと（…）と対比しても、不自然である。Y社が三井住友銀行との間でシンジケートローンの返済期限延長の交渉を有利に進めるために財務状態を改善する必要があったとしても、令和4年3月以降の四半期ごとの決算内容を改善させ、その旨資料を示して説明すれば足りるとも考えられるし、また、事業年度ごとに作成される有価証券報告書が財務状態に関する重要な資料になるとしても、これが唯一の資料となるわけではないから、本件新株発行を急いで第50期（令和3年3月1日から令和4年2月28日まで）における財務状態を改善させておく必要性があったか疑問がある。」（下線は、筆者による。）

（3） 結論

「以上のとおり、Y社が主張する資金用途は具体的であり、合理性がないわけではなく、このことから、本件新株発行が支配権維持を主な目的としたものではないことを推認する余地はあるものの、資金調達が必要がさほど時期的に差し迫ったものか疑問があるにも関わらずその意思決定の態様が拙速であることなどを考慮すると、その推認力は相当に減殺されざるを得ない。結局上記…で述べたとおりの事情によれば、本件新株発行が支配権維持を主な目的としたものであると推認され、Y社が主張する資金調達の必要性は、その結論を左右するとは認められない。

よって、本件新株発行は、現取締役らによるY社の支配権維持を主たる目的としてなされるものであると認められ、『著しく不公正な方法により行われ』^{ママ}たといえる。」（下線は、筆者による。）

2. 争点2：本件新株発行により、「株主が不利益を受けるおそれがある」（会社法210条柱書）といえるか、について

「…認定事実によれば、従前、X社及びAとストークの議決権保有割合は拮抗していたところ、本件新株発行によって、X社らの議決権保有割合が低下する一方、ストークの議決権保有割合が上昇し、単独で多数派を構成することが極めて容易になるのであるから、X社のY社における影響力が著しく低下するのは明らかであり、X社が不利益を受けるおそれがあると認められる。」

3. 争点3：保全の必要性について

「X社が本件新株発行により不利益を受けるおそれがあるのは上記…において述べたとおりであり、本件新株発行の払込期日は今月24日に迫っており、本案訴訟による解決を待つことができないことを考慮すると、保全の必要性が認められる。」

4. 結論

「本件申立てには理由があるから、X社が令和4年2月22日までに、債務者のために4,000万円の担保を立てることを保全執行の条件としてこれを認容する…。」

Ⅲ 検討

第1 はじめに

本事案は、大株主X社（30万株保有）と現経営陣の多数派（B・E・F・G・H）に対立があり、また、現経営陣内に対立がある（A vs. B・E・F・G・H）状況において、X社が取締役の解任（B・E・F・G・H）を求める臨時株主総会の招集を求めたのに対して、Bら当該解任を求められていた取締役らが行った第三者割当による新株発行に関して、X社が、会社法210条2号に基づき、当該新株発行の差止仮処分を求めたものである。

上述のような会社支配権に争いがある状況において行われる第三者割当による新株の発行が「著しく不公正な方法」（会社法210条2号）による発行であるか否かについて、裁判所は、資金調達目的と支配権維持の目的を比較して、支配権維持の目的が主要である場合に不公正発行に該当するとする、いわゆる「主要目的ルール」⁽³⁾と呼ばれるルールに基づいて判断してきた。

本決定も、「主要目的ルール」を依拠して判断している。そして、本決定は、平成20年6月23日東京地裁決定「クオンツ事件決定」（認容決定）⁽⁴⁾の考え方を踏襲している点に特徴がある。「クオンツ事件決定」とは、従来の裁判例において定着している伝統的な「主要目的ルール」の判断枠組みに依拠した上で、支配権維持目的の主要目的性の判断方法に、支配権維持目的を推認するという手法を採用した初めての決定である⁽⁵⁾。従来の裁判例には、支配権維持目的が主要な目的であるとの判断をする基準・方法を示していないという問題があった。「クオンツ事件決定」は、一定の事実から支配権維持目的の主要目的性を推認するという判断方法・判断基準を示している点で、従来の裁判例が示すことができなかった判断方法・判断基準を、十分とはいえないが、示している点で、評価できる。

本決定が、仮処分の申立てを認容した点は、賛同できる。しかし、本決定は、本件新株発行について、資金調達目的を否定せず、資金調達の必要性があったものと、一応、推認している。この点については、反対である。本事案においては、支配権維持目的が唯一の目的であったと判断すべきであった、と考える。

第2 従来の裁判例における「主要目的ルール」

従来の裁判例における「主要目的ルール」は、以下のような変遷を経て、定着してきた。

1. 「著しく不公正な方法による株式の発行」の意義

(1) 昭和27年9月10日東京地裁判決：「ユタカ商会事件判決」⁽⁶⁾（却下）

「…会社が不当な目的を達する手段として株式を発行する場合は、商法第280条の10に会社が著しく不公正な方法に依りて株式を発行する場合に該当するものと解すべき…」（下線は、筆者による。）

「ユタカ商会事件判決」が、初めて、旧商法第280条の10・会社法210条2号の「著しく不公正な方

法により発行する場合」の意義に言及して、「不当な目的を達する手段として株式を発行する場合」としている。

「ユタカ商会事件判決」は、不公正発行か否かを判断するにあたって、株式発行の目的の内容が、⁽⁷⁾ 検討の対象となることを明らかにした。

(2) 昭和48年11月29日大阪地裁堺支部判決：「恵美寿織物事件判決」(取消・却下)⁽⁸⁾

「『著しく不公正なる方法によりて株式を発行』する場合とは、新株発行が著しく不当な目的を達成するための手段として行なわれる場合をいう。」(下線は、筆者による。)

「恵美寿織物事件判決」が、「ユタカ商会事件判決」後、「『著しく不公正なる方法によりて株式を発行』する場合とは、新株発行が著しく不当な目的を達成するための手段として行なわれる場合をいう。」と初めて定義づけ、この定義が多くの裁判例によって採用され、定着してきた。

2. 「不当な目的」の意味

◇ 昭和33年4月28日東京地裁決定：「東洋精糖事件決定」(認容)⁽⁹⁾

「抑々、本件新株式の発行は寸毫たりとも特別の資金需要の必要があつてなされるものではない。法王的存在の元兇秋山利太郎が申請人等の取締役選任についての累積投票請求権の行使を恐れ、この際一挙にこれを抹殺するため新株式を発行しその内3,894,900株を公募に籍口して一派の掌中に独占し、これにより株主総会を制御する絶対多数(4分の3以上)の株数を確保し、申請人等の崇高なる意図を挫折せしめて永劫に自己の保身と儉安を図らんとするものであり、一流新聞並びに経済誌も異口同音にこれを肯定しているのである。」(下線は、筆者による。)

「このように只管不当な目的達成にのみなされ、差迫った資金の需要もない被申請人会社をして今後徒らに過重資本の負担に喘えがせるような新株式の発行は会社経営者として言語道断な背任所為であつて而も自己の保身と勢力扶植のため新株式の発行という袖に隠れ、公募に藉口して3,894,900株の篡奪を企てるが如きは断じて許される筋合いのものではない。」(下線は、筆者による。)

◇ 「恵美寿織物事件判決」

「通常新株発行の目的は会社の自己資本の充実であり、この場合既存株主の新株発行に対する関心は、専ら有利価額発行による自己保有株式の経済的価値の減少にあるが、会社の経営権の帰属等議決権の行使等について争われている場合等にあつては、取締役会が、反対勢力を駆逐しようとする等の動機をもって新株発行を企図することもありうるところであり、この場合経営権等の帰趨について重大な関心を有する株主は、勢い、新株発行について自己の持株比率の低下を問題とせざるをえない。

このような新株発行の動機は、一つのみのもことあり、幾つか併存することもありうると考えられるが、株主割当以外の方法により新株発行がなされる場合は、既存株主の会社支配へ参与する比率は当然低下するものであり、仮にこの場合取締役に、既存株主の持株比率をさげ、自己が経営権を掌握しようとする等不公正な目的を有していたことが少しでも認められたときには、直ちに本条の「著しく不公正な」方法による株式発行であるとして、差止請求を認容するとするならば、およそ経営権の帰趨等について問題のある場合、会社は株主割当以外の方法による新株発行はできないこととなりかねず、公募を原則とし、自己資本充実のための手段としての機能を負っている新株発行制度の実質が無に帰するおそれがある。一方新株発行についての取締役会の意図が、専ら反対勢力の駆逐等不公正な目的にある場合であっても、新株を発行しようとする以上、当然自己資本調達に必要な公正な発行目的についていさおの疎明を準備しているのが通常であろうから、仮にこのような公正な発行目的が認められさえすれば、他方においていかに取締役会が不公正な発行目的を有していたとしても常に「著しく不公正な」方法による株式発行とは言えないとし、差止請求を排斥するならば、株主に、不公正な方法による新株発行差止の権利を認めた本条の立法趣旨を無視する結果となろう。（下線は、筆者による。）

「東洋精糖事件決定」は「永劫に自己の保身と儉安を図らんとする」、「自己の保身と勢力扶植のため新株式の発行という袖に隠れ」と述べ、そして、昭和48年の「恵美寿織物事件判決」は、「反対勢力を駆逐しようとする等の動機をもって新株発行を企図する」、「既存株主の持株比率を下げ、自己が経営権を掌握しようとする等不公正な目的を有して…」と述べている。「東洋精糖事件決定」および「恵美寿織物事件判決」は、「不当な目的」の意味について、会社の支配権を確保または維持することである、と考えている。そして、この「不当な目的」の意味の捉え方は、以後、裁判例において定着していくことになる。

3. 「不当な目的を達成するため新株を発行する場合」の判断方法・判断基準

(1) 昭和42年2月23日新潟地裁判決：「小林百貨店事件判決」⁽¹⁰⁾（却下）

「…債務者会社において真に資金調達の必要がある以上、その調達の方法は取締役の裁量に委ねられているものと解するのが相当であるから、本件新株発行が他の資金調達の方法に比して著しく不利であるとか、新株発行後短期間に債務者会社が引受先から買戻す計画があるとか、或は新株割当が形式に過ぎず引受先に対し債務者会社が払込金について資金的援助を与えるとかというようなその合理性を疑わしめる特段の事情が認められない限り、本件新株発行は、…債務者会社の債権者らの少数支配に対する排斥の意図とは一応無関係になされたものと認めるのが相当である。しかして、本件の場合資金調達の方法として、銀行借入によるか、或は額面又は時価による新株発行によるか、新株発行とする場合公募、株主割当、縁故先割当とするかはそれぞれ利害得失があり、そのいずれを是とするかは一概に断定し得ず、少くとも、縁故先

割当による時価発行の方法によった本件新株発行が他に比して著しく不利とは認められないし、その他、本件新株発行の合理性を疑わしめるような特段の事情を認むべき資料もない。もっとも、本件新株発行により債権者ら及びその同調者の持株数の比例的支配率は下り、累積投票に必要な発行済株式総数（138万株）の4分の1に達しないことになるが、それは資金調達の方法が取締役に委ねられている以上やむを得ないところであると共に、別紙記載の本件新株発行の引受先が悉く現在及び将来においても、小林政一らに同調するという保障はないのである。また、本件新株発行の直後である昭和41年10月30日開催の第33回定時株主総会において本件新株発行につきなんの報告もなされなかったことは当事者間に争いがなく、《証拠略》によれば、同年11月23日付新潟日報紙上に掲載された本件新株発行に関する決議公告が他社の同種公告に比し小さく同紙を一瞥したのみでは見落しやすい横4糎5耗縦3糎5耗の小欄に印刷されていたことが認められるが、このような債務者会社の措置は、ことさら人目をさげながら本件新株発行をしようとしたかの如き感は免れないとしても、これを違法というには当らず、これらの事実のみからは前記認定をくつがえし未だ本件新株発行を不公正な方法によるものと推論することはできない。更に、《証拠略》によれば、別紙記載の本件新株発行の引受先は必ずしも快くその引受を承諾したものでないことがうかがわれるが、本件新株発行が時価による縁故割当の方法をとったため、各引受人の払込額が多額となる関係上、引受先が引受に当り躊躇したからといって、特に異とするには足りないものであって、前同様そのことから本件新株発行を不公正な方法によるものと認めることはできない。」（下線は、筆者による。）

昭和48年の「恵美寿織物事件決定」前の裁判例では、4件の差止仮処分⁽¹¹⁾の申立てがなされている。申立てを認めなかったのは「小林百貨店事件判決」を含む3件⁽¹¹⁾、申立てを認容したのは上述の「東洋精糖事件決定」1件⁽¹²⁾である⁽¹³⁾。これらの裁判例は、新株の不公正発行該当性の判断方法・判断基準に関する基本的な考え方は、資金調達の必要性の有無であるとしていたと考えられる。すなわち、裁判所は、新株発行に資金調達目的が認められれば、原則として不公正発行に該当しないとしますが、新株発行の合理性を疑わしめるような特別な事情がある場合には、不公正発行に該当する、という判断方法・判断基準を採用していたと考えられる。

（2）「恵美寿織物事件判決」

「このように考えてくると、不当な目的を達成するため新株を発行する場合と言うためには、少なくとも、取締役会が新株発行を行なうに至った種々の動機のうち、不当な目的を達成するという動機が、他の動機よりも優越し、それが主要な主観的要素であると認められる場合というものであり、差止請求においては、その程度の疎明がなされることが必要かつ十分であると解すべきである。⁽¹⁴⁾

ところで、本件においては、先に認定したような、債務者会社と第一紡績の従前の関係、両社の取締役らの対立、本件新株発行決議のなされた経緯、ならびに計算上明らかな、本件新株

発行により第一紡績の議決権割合が、51.2パーセントから27パーセントに低下するという事実などから、浅野ら債務者会社の取締役が、本件新株発行決議をなすにあたり、第一紡績の議決権割合を低下させる動機を有していたことが一応推認できるし、右のような動機は、不当なものと言える。しかし他面、…、債務者会社においては、従前から新製品開発その他のための設備の必要性が計画会議で検討されており、資金調達の必要性はあったといえる。もっとも、そのための具体的計画、資金調達方法の検討などは行なわれた形跡はなさそうであるが、債務者会社は、本件新株発行の決議がなされる直前まで会社更生手続中であり、具体的な設備計画を立案してみたところで、多額の債務の支払に追われながら予め定められた利益計画のもとで経営がなされて来たことから、その実現は非常に困難であろうことが容易に推測しうるので、このことをもって直ちに資金調達の必要性がなかったとはいえない。そして、…債務者会社の借入金の現状からすると、右資金需要を新株発行によってまかなうことが不必要かつ不急であるとはいえない。

また、…、債務者会社は、会社更生計画遂行にあたり、その従業員、労働組合・従来の取引先などにかこくな犠牲を強い、その協力を得て、ようやくその終結に至ったのであり、この時点で、何らかの形でこれらの者に感謝の意を表することにより、将来の労使間の協調、取引先の確保、取引の円滑化を図ることは債務者会社の経営に不可欠なことといえる。そのための方法の一つとして、債務者会社の株式をこれらの者に所有させることも会社経営の方針として十分首肯できることである。このような観点からも新株発行の必要性はあるといえる。

してみると、浅野をはじめとする債務者会社の取締役らは、本件新株発行決議にあたり第一紡績の議決権割合を低下させるという不当な動機を有してはいたものの、他面客観的に新株発行の合理的必要性も存し、右取締役らはそのため新株を発行しようと意図してもいたものと考えられるので、同人らがもっぱら第一紡績の議決権割合を低下させるために本件新株発行をなしたものと言えないことは勿論、同人らの不当な動機が、右のような新株発行の必要に応ずるという正当な動機に優越しているとまでは認めることはできず、他にこれを認めるべき疎明資料はない。

以上のとおり、本件新株発行が、不当な目的を達成するため、すなわち、『著しく不公正なる方法によりて』なされたものと断定することはできない。』（下線は、筆者による。）

「恵美寿織物事件判決」は、上述した「不当な目的」の内容に続けて、「取締役会が新株発行を行なうに至った種々の動機のうち、不当な目的を達成するという動機が、他の動機よりも優越し、それが主要な主観的要素であると認められる場合」と述べて、「不当な目的を達成するため新株を発行する場合」について、上述の判断方法・判断基準を示している。この判断方法・判断基準の考え方が、「主要目的ルール」の嚆矢である、といわれている⁽¹⁵⁾。「恵美寿織物事件判決」は、この基準に基づいて、「不当な動機」の存在、および、「正当な動機」である新株発行の資金調達の必要性を検討して、両者の間の「優越」を検討して、新株発行に合理性があるとして、不公正発行を否定している。

「恵美寿織物事件判決」は、正当な目的と不当な目的との間の「優越」によって、不公正発行該当性を決定する、という判断方法・判断基準を示している点で画期的である。しかし、以下の点で問題がある。すなわち、第1に、「恵美寿織物事件判決」は、新株発行の不公正発行該当性を、正当な目的と不当な目的との間の「優越」によって判断するとの考えを示しながら、「優越」を判断するため判断方法・判断基準を示していない。第2に、「恵美寿織物事件判決」は、新株発行の不公正発行該当性を「優越」によって判断するとの考えを示している。しかし、同判決には、上述した初期の裁判例と同様に、新株発行に資金調達必要性が存在すれば、不公正発行にはならないとの考え方が窺われる。

ところで、昭和48年の「恵美寿織物事件判決」から、後述する平成元年の「忠実屋・いなげや事件決定」までの間に、4件の決定が出されている⁽¹⁶⁾。いずれも、申立てを却下した決定である。

その中で、昭和52年8月30日東京地裁決定（「弥栄工業事件決定」）（却下）は、資金調達の必要性和不当な目的に言及して、「本件新株発行が債権者らの債務者会社に対する経営参画を排除し、申請外山尾一派による会社支配を確立することを唯一のあるいは主たる目的となされた」と推認することは困難というべきである」（下線は、筆者による。）と述べている。「弥栄工業事件決定」は「恵美寿織物事件判決」を踏襲していると考えられる。したがって、「恵美寿織物事件判決」と同様の問題をはらんでいる。

これに対して、昭和62年11月18日大阪地裁決定（「タクマ事件決定」）（却下）は、「被申請人が申請人の株式保有を嫌って本件新株を発行したのではないかとの疑いを全く否定できないにせよ、それがもっぱら申請人が被申請人に対して有している持株比率の低下させる意図でなされたものとはいえない。そして、右の意図が多少なりとも存していたとしても、本件新株発行につき合理的理由の存する以上それが本件新株発行を決定づける理由としては稀薄であるといわざるをえず、結局本件新株発行が著しく不公正な方法によるものということとはできない。」（下線は、筆者による。）と述べている。「タクマ事件決定」も、基本的に「恵美寿織物事件判決」を踏襲している。したがって、「恵美寿織物事件判決」と同様の問題をはらんでいる。しかし、「タクマ事件決定」は、第三者割当の手段としての相当性を認定することにより、資金調達の目的の要素を厳格に検討している⁽¹⁷⁾。

これに対して、他の2件は、資金調達の目的が存在したことのみを根拠に申立てを却下している。

このように、以下で検討する「忠実屋・いなげや事件決定」前の裁判例には、資金調達の必要性が全くない場合にのみ支配権維持目的が認定される一方、資金調達の必要性が認定できれば、支配権維持目的がある新株発行であっても不公正発行とはならないと判断する傾向がある⁽¹⁸⁾。

しかしながら、いずれにしても、従来の裁判例においては、不当な目的と正当な目的の間における優越性、主要目的性の判断方法・判断基準が示されていないという問題がある。

（3）平成元年7月25日東京地裁決定：「忠実屋・いなげや事件決定」（認容）⁽¹⁹⁾

「〈i-1〉株式会社においてその支配権につき争いがある場合に、〈i-2〉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、〈i-3〉それが第三者に割り当てら

れる場合、〈ii〉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、その新株発行は不公正発行にあたるというべきであり、また、〈iii-1〉新株発行の主要な目的が右のところにあるとはいえない場合であっても、〈iii-2〉その新株発行により特定の株主の持株比率が著しく低下されることを認識しつつ新株発行がされた場合は、〈iii-3〉その新株発行を正当化させるだけの合理的な理由がない限り、その新株発行もまた不公正発行にあたるというべきである。」(〈i-1〉～〈i-3〉、〈ii〉、〈iii-1〉～〈iii-3〉、そして、下線は、筆者による。)

第1に、この「忠実屋・いなげや事件決定」の〈i-1〉から〈i-3〉の部分は、「恵美寿織物事件判決」を受けて、新株発行の不公正該当性の客観的な要件を示している。

第2に、〈ii〉〈iii〉の部分は、〈i-1〉から〈i-3〉を前提に、新株発行の不公正発行該当性の主観的な要件を示している。

このうち、〈ii〉の部分は、新株発行が不公正発行に該当する場合の一類型であり、取締役会が新株を発行するに際して、支配権維持を主要な目的としている場合である。この〈ii〉の部分が、「主要目的ルール」として、以後の裁判例に踏襲されていくことになる。

これに対して、〈iii〉の部分は、新株発行が不公正発行に該当する場合のもう一つの類型であり、〈ii〉の場合ではない場合であっても、「新株発行により特定の株主の持株比率が著しく低下されることを認識しつつ新株発行がされた場合」には、新株発行が不公正発行に該当性を示している(もっとも、この「忠実屋・いなげや事件決定」後の裁判例をみる限り、〈iii-1〉から〈iii-3〉の部分を踏襲したものはみられない)。

もっとも、確かに、「忠実屋・いなげや事件決定」は、「主要目的ルール」の枠組みを示しながら、新株発行の差止めの仮処分を認めた決定である。したがって、「忠実屋・いなげや事件決定」は「主要目的ルール」に依拠して、支配権維持目的と資金調達必要性を比較して、新株発行の不公正発行性を検討しているかのような印象がある。しかし、「忠実屋・いなげや事件決定」は、「主要目的ルール」を適用して解決したものではない。「忠実屋・いなげや事件決定」における新株発行は、相互発行の事例であり、資金需要のための新株発行という抗弁が全く通用しない状況での新株の第三者割当であった⁽²¹⁾。すなわち、全く資金調達の必要性がなく、資金調達の必要性と支配権維持の目的の優越、主要目的性を検討するような事案ではない。

ところで、この「忠実屋・いなげや事件決定」から「ベルシステム24事件決定」までの間、4件の決定がある。3件が却下決定⁽²²⁾、1件が認容決定⁽²³⁾である。これらの決定は、不当な目的である支配権維持目的の存在、および、正当な目的である資金調達の必要性の存在を認定した上で、両者の優越性の判断において、資金調達の必要性等の正当な目的に関して、事業計画や、第三者割当の手段としての相当性などを詳細に分析し、資金調達目的の要素を厳格に検討している⁽²⁴⁾。

しかし、「忠実屋・いなげや事件決定」はじめ4件の決定は、従来の裁判例と同様に、支配権維持目的と資金調達の必要性との優越関係、主要目的性の判断方法・判断基準を示していない点で問題がある。

(4) 「ベルシステム24事件決定」

① 平成16年7月30日東京地裁決定：「ベルシステム24事件原審決定」⁽²⁵⁾（却下）

◇ 主要目的ルールの枠組みの提示

「… 〈i-1〉株式会社においてその支配権につき争いがあり、〈i-2〉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、〈i-3〉それが第三者に割り当てられる場合に、〈ii〉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うべきである。」（〈i-1〉～〈i-3〉、〈ii〉、そして、下線は、筆者による。）

◇ 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の発行

「これを本件についてみるに、前記認定のとおり、平成16年の初めころから、債権者代表者は債務者代表者に対して債務者の経営戦略の見直しをするよう再三にわたって追っており、同年6月に入ると債務者の経営に直接債権者が関与するべく、債務者の取締役の過半数を債権者側の人間とするように提案を行ったが、債務者代表者はこれらの提案について債権者代表者が首肯するような回答を行っておらず、債務者の経営方針や役員構成を巡って両者の対立が続いていること、本件新株発行は、被告のそれまでの発行済株式総数以上の数の新株を発行するものであり、本件新株発行により債権者の債務者株式の保有割合が約39.2パーセントから約19.0パーセントへと著しく低下し、他方で、新株を引き受けたNP Iの保有割合が約51.5パーセントと過半数に達することとなって、債権者は債務者の筆頭株主の地位を失うことになることからすると、本件は、債務者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であり、その結果、特定の株主の持株比率が低下することが認められる。」（下線は、筆者による。）

◇ 支配権維持目的の推認

「また、債務者代表者が債務者取締役のCらに対して新株発行の検討の指示をしたのは、債務者の取締役の変更を求める債権者からの次期定時株主総会における議案提案を受けた後であること、その指示にあたっては、事業の内容の検討に先立ち、あらかじめ増資の規模が示されていたこと、債務者が本件新株発行に係る増資の資金用途としている本件業務提携の事業計画の検討が開始されたのはその後であったこと、当該事業計画が債務者の将来の方向性を左右するような大きな案件であり、本件新株発行に係る増資は債務者のそれまでの総資産の約2倍にあたる1000億円を越す巨額なものであるにもかかわらず、その検討期間は極めて短いものであって、発行を決議した本件取締役会より前に取締役会で審議が行われたことは一度もなく、また、債務者側から債務者の社外取締役でもある債権者代表者に対して本件新株発行について事前の説明は全くなかったこと、債務者は、本件新株発行の払込期日の翌日に基準日を設定し、同年

8月末に予定している第23回定時株主総会において、本件新株発行により新たに株主になったNP Iに議決権の行使を認める旨の公告をしていること(…)の各事実が認められるところ、以上の事実関係を総合すれば、本件新株発行の検討に先立ち、債務者代表者をはじめとする債務者の現経営陣の一部が、債権者の持株比率を低下させて、自らの支配権を維持する意図を有していたことが推認できないではない。」(下線は、筆者による。)

◇ 資金調達必要性・事業計画の合理性

「債務者には本件業務提携に係る事業計画のために本件新株発行による資金調達を実行する必要があり、かつ当該事業計画自体には一応の合理性があると判断することができ、債権者の指摘する諸点及び債権者の提出に係る全資料を考慮してもこの判断を覆すには足りない。

そうであれば、本件新株発行の検討に先立ち、債務者代表者らが自らの支配権維持の意図を有していたこと、本件業務提携に係る事業計画がこのような意図に起因したものであることは否定できないものの、本件業務提携に係る事業が約1280億円の規模で実行されつつあり、本件新株発行によりそのうち約1030億円が調達され、当該事業のために現実に投資される予定であること、事業計画には一応の合理性が認められ、債務者には相当額の営業利益増が見込まれていることを考慮すると、少なくとも本件新株発行の決議時点において、本件新株発行が債務者の現経営陣の支配権維持を主要な目的とするものであったこと、すなわち、本件新株発行がそのような不当な目的を達成する手段として利用されたものであると一応認めることはできない。なるほど、本件新株発行に至る手続、とりわけ本件新株発行に係る増資は債務者の総資産の約2倍にあたる1000億円を越す巨額なものであるにもかかわらず、発行を決議した本件取締役会より前に取締役会で審議を行ったことはなく、社外取締役である債権者代表者から取締役会の議題である『重要事業計画』について事前説明を求められたのに対し何らの回答も行わなかった点については不公正の感を抱かざるを得ないものの、上に判断したところによれば、本件新株発行が著しく不公正な方法による新株発行としてその差止めを命ずべきものとまでは解することができない。」(下線は、筆者による。)

「ベルシステム24事件原審決定」は、まず、「忠実屋・いなげや事件決定」の判断枠組みの〈i〉の部分⁽²⁶⁾を踏襲している。以後、裁判例の多くが、この枠組みを、「主要目的ルール」の枠組みとして踏襲している。

次に、「ベルシステム24事件原審決定」は、支配権維持の目的の存在を認めている。その一方で、「ベルシステム24事件原審決定」は、資金調達の目的の存在や事業計画の合理性を詳細にかつ緻密に検討して、資金調達の必要性の存在も肯定している。その上で、「ベルシステム24事件原審決定」は、仮処分の申立てを排斥している。しかし、「ベルシステム24事件原審決定」は、その排斥の根拠、すなわち、支配権維持の目的が主要な目的ではなく、資金調達の目的が主要な目的であると判断する根拠を示していない。

なお、この「ベルシステム24事件原審決定」において、債権者は、「特定の株主の持株比率が著

しく低下することを認識しつつ新株発行がなされる場合、原則として当該新株発行は著しく不公正な発行にあたる」と主張している。これに対して、「ベルシステム24事件原審決定」は、「商法が公開会社について株主の新株引受権を排除し、原則として株主の会社支配比率維持の利益を保護してはいることを考慮すると、債権者の主張は採用できない」と述べている。これは、上述の「忠実屋・いなげや事件決定」の後段部分〈iii〉を明示的に否定したものである、と評されている。⁽²⁷⁾

② 平成16年8月4日東京高裁決定「ベルシステム24事件抗告審決定」(抗告棄却)⁽²⁸⁾

「本件事業計画のために本件新株発行による資金調達の実必要性があり、本件事業計画にも合理性が認められる本件においては、仮に、本件新株発行に際し相手方代表者をはじめとする相手方の現経営陣の一部において、抗告人の持株比率を低下させて、もって自らの支配権を維持する意図を有していたとしても、また、前記…の各事実を考慮しても、支配権の維持が本件新株発行の唯一の動機であったとは認め難い上、その意図するところが会社の発展や業績の向上という正当な意図に優越するものであったとまでも認めることは難しく、結局、本件新株発行が商法280条ノ10所定の『著しく不公正ナル方法』による株式発行に当たるものということとはできない。」(下線は、筆者による。)

この「ベルシステム24事件抗告審決定」は、「主要な目的」の判断方法として、不当な目的である「支配権維持目的」と正当な目的である「会社の発展や業績の向上」との間を比較し、「優越」性が認められる目的が「主要な目的」であるとの判断基準としている。

しかし、「ベルシステム24事件抗告審決定」は、「支配権の維持が本件新株発行の唯一の動機であったとは認め難い上、その意図するところが会社の発展や業績の向上という正当な意図に優越するものであったとまでも認めることは難しく…」と判断する根拠を示していない。

この「ベルシステム24事件決定」から、「クオンツ事件決定」までの間、6件の決定がある。5件が却下決定⁽²⁹⁾、1件が認容決定である⁽³⁰⁾。これらの決定には、「主要目的ルール」を採用した上で、新株の発行会社が主張する資金調達の必要性について、詳細かつ厳格な、踏み込んだ検討をする傾向が見られるようになっている。

しかし、6件の決定は、支配権維持目的が唯一であるかどうか、また、どの目的が優越しているのか、また、その優越性をどのように判断するのか、主要目的の判断方法・判断基準を明示していない⁽³¹⁾⁽³²⁾。

(5) 平成17年3月23日東京高裁決定(「ニッポン放送事件抗告審決定」)(抗告棄却)⁽³³⁾

◇ 新株等の発行に関する商法の基本的立場

「…商法は授権資本制度を採用し(166条1項3号)、授権資本枠内の新株等の発行を、原則として取締役会の決議事項としている(280条ノ2第1項、280条ノ20第2項)。そして、公開会

社においては、株主に新株等の引受権は保障されていないから（280条ノ5ノ2、280条ノ27参照）、取締役会決議により第三者に対する新株等の発行が行われ、既存株主の持株比率が低下する場合があること自体は、商法も許容しているということができる。

しかしながら、一方で、商法280条ノ39第4項、280条ノ10が株主に新株等の発行を差し止める権能を付与しているのは、取締役会が上記権限を濫用するおそれがあることを認め、新株等の発行を株主総会の決議事項としない代わりに、会社の取締役会が株主の利益を毀損しないよう牽制する権能を株主に直接的に与えたものである。

取締役会の上記権限は、具体化している事業計画の実施のための資金調達、他企業との業務提携に伴う対価の提供あるいは業務上の信頼関係を維持するための株式の持ち合い、従業員等に対する勤務貢献等に対する報賞の付与（いわゆる職務貢献のインセンティブとしてのストック・オプションの付与）や従業員の職務発明に係る特許権の譲受けの対価を支払う方法としての付与などというような事柄は、本来取締役会の一般的な経営権限にゆだねている。これらの事項について、実際にこれらの事業経営上の必要性と合理性があると判断され、そのような経営判断に基づいて第三者に対する新株等の発行が行われた場合には、結果として既存株主の持株比率が低下することがあっても許容されるが、会社の経営支配権に現に争いが生じている場面において、取締役会が、支配権を争う特定の株主の持株比率を低下させ、現経営者又はこれを支持して事実上の影響力を及ぼしている特定の株主の経営支配権を維持・確保することを主要な目的として新株等を発行することまで、これを取締役会の一般的権限である経営判断事項として無制限に認めているものではないと解すべきである。」（下線は、筆者による。）

◇ 株主構成を変更することを主要な目的とする新株等を発行することの不当性の根拠

「商法上、取締役の選任・解任は株主総会の専決事項であり（254条1項、257条1項）、取締役は株主の資本多数決によって選任される執行機関といわざるを得ないから、被選任者たる取締役に、選任者たる株主構成の変更を主要な目的とする新株等の発行をすることを一般的に許容することは、商法が機関権限の分配を定めた法意に明らかに反するものである。この理は、現経営者が、自己あるいはこれを支持して事実上の影響力を及ぼしている特定の第三者の経営方針が敵対的買収者の経営方針より合理的であると信じた場合であっても同様に妥当するものであり、誰を経営者としてどのような事業構成の方針で会社を経営させるかは、株主総会における取締役選任を通じて株主が資本多数決によって決すべき問題というべきである。したがって、現経営者が自己の信じる事業構成の方針を維持するために、株主構成を変更すること自体を主要な目的として新株等を発行することは原則として許されないというべきである。」（下線は、筆者による。）

◇ 『著シク不公正ナル方法』による新株予約権の発行の要件「主要目的ルール」の採用

「〈i-1〉会社の経営支配権に現に争いが生じている場面において、〈i-2〉株式の敵対的買収によって経営支配権を争う特定の株主の持株比率を低下させ、〈ii〉現経営者又はこれを支持し事実上の影響力を及ぼしている特定の株主の経営支配権を維持・確保することを主要な目的として新株予約権の発行がされた場合には、原則として、商法280条ノ39第4項が準用する280条ノ10にいう『著シク不公正ナル方法』による新株予約権の発行に該当するものと解するのが相当である。]（〈i-1〉・〈i-2〉、〈ii〉、そして、下線は、筆者による。）

◇ 例外

「もっとも、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認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。

...

したがって、現に経営支配権争いが生じている場面において、経営支配権の維持・確保を目的とした新株予約権の発行がされた場合には、原則として、不公正な発行として差止請求が認められるべきであるが、株主全体の利益保護の観点から当該新株予約権発行を正当化する特段の事情があること、具体的には、敵対的買収者が真摯に合理的な経営を目指すものではなく、敵対的買収者による支配権取得が会社に回復し難い損害をもたらす事情があることを会社が疎明、立証した場合には、会社の経営支配権の帰属に影響を及ぼすような新株予約権の発行を差止めることはできない。」（下線は、筆者による。）

「ニッポン放送事件」においては、新株の第三者割当が問題となっているのではなく、敵対的買収を防衛することを目的とした新株予約権が問題となっている⁽³⁴⁾。しかし、この事件においては、敵対的買収が開始された後になって新株予約権の発行決議がなされており、また、この事件は、問題となった敵対的買収が進められた場合、新株予約権が非常に短い期間内に行使され買収者の持株比率を下げる点となる点で、新株の第三者割当ての場合に非常に近い状況が生ずるものである⁽³⁵⁾。

「ニッポン放送事件抗告審決定」の特色としては、以下の点があげられる。

第1に、「ニッポン放送事件抗告審決定」は、いわゆる「機関権限分配秩序論」を採用している⁽³⁶⁾。

第2に、「ニッポン放送事件抗告審決定」は、支配権の争奪の争いがある場合における新株予約権の発行に、新株の第三者割当と同様に、「主要目的ルール」の適用があることを明らかにしている⁽³⁷⁾。

第3に、「ニッポン放送事件抗告審決定」は、「主要目的ルール」を採用することを前提として、「会社の経営支配権に現に争いが生じている場面において、株式の敵対的買収によって経営支配権を争う特定の株主の持株比率を低下させ、現経営者又はこれを支持し事実上の影響力を及ぼしてい

る特定の株主の経営支配権を維持・確保することを主要な目的として新株予約権の発行がされた場合」には、原則として、新株予約権の不公正該当性が認められる、という論理構造を採用している。原則不公正発行性と明確に述べていることには、上述の「機関権限分配秩序論」が根拠となっていると考える。

第4に、「ニッポン放送事件抗告審決定」は、「主要目的ルール」に基づいて、不公正発行該当性が認められる原則的状况を示した上で、「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認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。」との論理構造を採用して、不公正発行を否定する例外事例を示している。

「ニッポン放送事件抗告審決定」における、会社支配権に争いがある場合における新株発行について、原則として不公正発行該当性を肯定し、例外的に特段の事情が認められる場合に不公正発行該当性の否定という論理構造は、「日本精密事件決定」、「クオンツ事件決定」および本決定の論理構造の基調になっているものとする。

なお、平成29年1月6日大阪地裁決定（「デジタルデザイン事件決定」）（認可）⁽³⁸⁾は、「ニッポン放送事件抗告審決定」の考え方を踏襲しているとする。すなわち、大阪地裁は、「会社法210条2号及び247条2号に定める『著しく不公正な方法』による発行（不公正発行）とは、不当な目的を達成する手段として新株又は新株予約権の発行が行われる場合をいう。そして、取締役の選任・解任は株主総会の専決事項とされているところ（会社法329条、339条）、被選任者である取締役が、選任者である株主の構成を自由に変更できるとすることは、資本多数決を旨とする機関権限分配の趣旨に反することとなる。したがって、株主構成の変更自体を主要な目的としてなされた新株又は新株予約権の発行は、原則として、不公正発行に該当するというべきである。そして、現取締役らの取締役たる地位の得喪や取締役会における影響力の変動にかかわる経営権争奪の局面における第三者割当による新株又は新株予約権の発行は、実質的な利益相反状況下における新株又は新株予約権の発行であるといえるから、これを合理化するに足りる特段の事情のない限り、現取締役らの経営権維持を目的とするものであり、株主構成の変更自体を主要な目的とする不公正発行に該当するものと推認できる。」としている。（下線は、筆者による。）

（6）平成19年6月22日さいたま地裁決定（「日本精密事件決定」）（認可）⁽³⁹⁾

「債務者の大株主であるS及びプラコムと債権者との間で、債務者の取締役の選任等の支配権に関して争いがあり、また、債権者と債務者の現在の経営陣との間でも宝屋の買収等に関して確執があるところ、債務者が、本件総会のわずか16日前に突然発行済株式数の約50パーセントにも相当する新株を発行して第三者に割り当てることを決めた上、払込期日までに法律上必要となる期間に満たないわずか14日後を払込期日、申込期日及び新株券発行期日とし、更に当該新株を引受ける第三者に新株全部について本件総会における議決権行使を認めることとした

というのであり、加えて、本件総会において選任すべき取締役候補者について、代表取締役のW等の一部のほかは、急遽、上記第三者が推薦する者を選任することとし、半数の取締役候補者を変更したというのであるから、本件新株発行については、特段の資金調達の必要性が認められない限り、現在の経営陣が自らの支配権を確保することを主要な目的として発行するものというべきである。」（下線は筆者による）。

「日本精密事件決定」は、従来の裁判例が採用している「主要目的ルール」の判断枠組みは提示していない。しかし、「日本精密事件決定」は、「本件新株発行については、特段の資金調達の必要性が認められない限り、現在の経営陣が自らの支配権を確保することを主要な目的として発行するものというべきである」と述べている。この決定文から、「日本精密事件決定」は、「主要目的ルール」を採用していることが見て取れる。

その上で、「日本精密事件決定」は、「主要目的ルール」が適用される状況（株式会社においてその支配権につき争いがある、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る、それが第三者に割り当てられる場合）に加えて、一定の事情がある場合には、「特段の資金調達の必要性がない限り」、新株発行は「現在の経営陣が自らの支配権を確保することを主要な目的として発行するものというべきである。」としている。この不公正該当性の判断の論理構造は、「ニッポン放送事件抗告審決定」における不公正該当性の判断の論理構造に通ずるものがある。また、この論理構造は、「クオンツ事件決定」、および、本決定に受け継がれていると考えられる。

そして、「日本精密事件決定」は、一定の事情として、①新株発行が取締役選任のための総会の直前に行われること、②払込期日までに法律上必要となる期間に満たないわずか14日後を払込期日、申込期日及び新株券発行期日としていること、③当該新株を引受ける第三者に新株全部について本件総会における議決権行使を認めることとしていること、④本件総会において選任すべき取締役候補者について、代表取締役等の一部のほかは、急遽、上記③の第三者が推薦する者を選任することとし、半数の取締役候補者を変更したことを、あげている。これらの事情のうち①・②・③の事情は、「クオンツ事件」、および、本決定においても、支配権維持目的の主要目的性を推認させる事情と捉えられている。

第3 「クオンツ事件決定」：平成20年6月23日東京地裁決定（認容）

1. 事案の概要

- ① 債務者Y社は、ファンド運営、投資先管理および育成等の各種事業を目的とする株式会社であり、取締役会設置会社である。Y社は、平成19年7月31日現在、発行可能株式総数8億1,996万6,928株、発行済み株式総数2億2,803万6,156株であり、発行する普通株式を株式会社ジャスダック証券取引所に上場している。Y社および、その100%子会社であるKK会社は、X社の株式の34.40%を保有している。
- ② 債権者X社は、ITセキュリティ技術・人材サービスの提供等を目的とする株式会社であり、Y社の普通株式の1.71%を保有している。なお、Y社の株主構成は、筆頭株主でも持株比率は3.78%、

以下、順次、3.33%、2.46%、1.76%、そして、X社の1.71%（第5順位）であった。

- ③ Y社は、N社に対し、平成19年4月23日、無担保転換社債型新株予約権付社債（総額45億円、償還期限平成21年5月10日、以下、「本件社債」という。）を発行する旨の取締役会決議を行い、N社から払込みを受けた。本件社債には、N社は、ジャスダックにおけるY社の普通株式の売買高が5取引日連続して1,000万円を下回った場合、Y社に対して繰上償還することを請求する権利を有する旨の定めが置かれていた。その後、本件社債の繰上償還事由が生じ、N社は、平成19年12月4日、Y社に対して書面をもって、本件社債のうち30億円分について、同書面到達後60日が経過した日を繰上償還日として償還するよう請求した。
- ④ 平成19年12月当時、Y社の取締役は、代表取締役Bのほか、A、C、D、E、F、G、そして、Hの8名であったが、事実上、取締役会はHを除く7名で運営されていた。
- ⑤ 平成19年12月25日、Y社の取締役会において、E、F、G、Dは、Bを代表取締役から解任することを求めた。Bは代表取締役を辞任し、後任の代表取締役にEが就任した。
- ⑥ 平成20年2月25日、Y社の取締役会において、B、A、C、Dの4名は、Eを代表取締役から解任することを決議し、Dを後任の代表取締役に就任させるとともに、E、F、Gに対して取締役辞任勧告決議を行った。
- ⑦ N社は、平成20年3月21日、Y社に対し、B、A、Cが直ちに取締役を辞任すること、E、F、Gを常勤取締役として起用することなどをY社の取締役会において決議することを含む提案を行った。
- ⑧ それに対して、Y社は、第三者割当による新株発行で調達する20億円などにより社債を買い入れることを提案するなど、平成20年5月22日に至るまで、N社とY社との間で交渉が続けられた。
- ⑨ Y社は、平成20年5月23日の取締役会において、同年6月27日に定時株主総会（以下、「本件総会」という。）を開催し、E、F、Gを取締役から解任することを議案として提案することを決議した。
- ⑩ Y社の定時株主総会の議決権の基準日は、定款上、毎年3月31日とされているが、Y社は、本件総会において、新株発行の割当先であるI社とR社に対して、会社法124条4項に基づき議決権を付与することを予定しており、I社とR社は、⑨の会社提案に賛成の意向を表明していた。
- ⑪ Y社は、平成20年6月9日の取締役会において、Dが代表取締役を辞任したことに伴い、その後任としてAを代表取締役に選任すること、および、割当先をI社とR社（割当株式数は各々2,222万2,000株）とする第三者割当の方法で4,400万4,000株の株式を発行し、申込期日、払込期日はともに6月25日とすることが議題とされ（以下、「本件新株発行」という。）、取締役7名のうち、E、F、G3名が反対したものの、B、A、C、D4名の賛成で決議が成立した。
- ⑫ X社は、本件新株発行により持株比率が1.71パーセントから1.43パーセントになり第5位から第7位の株主に低下することになる。そこで本件新株発行に対して、著しく不公正な方法により行われるものであるとして、本件新株発行の差止めの仮処分命令を申し立てた。

2. 決定要旨（認容）

① 伝統的な「主要目的ルール」の判断枠組みの提示

「…『著しく不公正な方法』による新株の発行とは、不当な目的を達成する手段として新株の発行が利用される場合をいうと解されるところ、〈i-1〉会社の支配につき争いがあり、〈i-2〉既存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、〈i-3〉それが第三者に割り当てられる場合に、〈ii〉その新株の発行が既存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の発行が利用される場合に当たる。」（下線、〈i-1〉～〈i-3〉、そして、〈ii〉は筆者による。）

② 「主要目的ルール」の適用

i) 会社の支配につき争い

「債務者の取締役会においては、平成19年12月以降、取締役7名のうち、B取締役らとE取締役らとの間で会社の経営権をめぐる争いが顕在化しており、同月25日には、E取締役ら3名及びD取締役が多数派を形成して、B取締役を代表取締役から辞任させて、E取締役が後任代表取締役に就任したが、平成20年2月25日には、D取締役を含めたB取締役ら4名が多数派を形成して、E取締役を代表取締役から解任して、E取締役ら3名に取締役辞任勧告決議をし、さらに、同年5月23日には、B取締役ら4名が、本件総会において、E取締役ら3名の解任議案を上程することを決議し、B取締役ら4名とE取締役ら3名との間の経営権支配を巡る対立は決定的となっている。」（下線は、筆者による。）

ii) 既存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

「このような状況下で、B取締役ら4名は、平成20年6月9日の取締役会決議で、本件新株発行として、I社及びR社に対し、本件新株発行後の発行済株式総数の16.31パーセントに当たる株式を割り当て、本件新株が発行されると、B取締役及びR社の有する既存株式（持株比率各2.79パーセント、1.11パーセント）と合わせると、その持株比率は20.21パーセントとなるのであり、事実上多数派を構成することが可能になるともいうことができる。これは、Y社の既存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るものといえる。」（下線は、筆者による。）

iii) 支配権維持目的の主要性の推認

「Y社の本件新株発行は、〈a-1〉会社の支配権につき争いがある状況下で、〈a-2〉既存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、〈a-3〉それが第三者に割り当てられる場合であって、かつ、〈b-1〉それが、成否の見通しが必ずしもつかない反対派取締役の解任が議案となっている株主総会の直前に行われ、しかも、〈b-2〉予め反対派取締役を解任する旨の会社提案に賛成することを表明している割当先に会社法124条4項に基づき議決権を付与することを予定しているというのであるから、〈c〉他にこれを合理化できる特段の事情がない限り、本件新株発行は、既存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推認できるというべきである。」(〈a-1〉～〈a-3〉、〈b-1〉・〈b-2〉、〈c〉、そして、下線は、筆者による。)

③ 「他にこれを合理化する特段の事情」の存否

◇ 資金調達の一般的な必要性

「なるほど、Y社の主張するとおり、前記認定によれば、Y社は、現在、N会社から本件社債40億円の償還を求められているところ、その償還のため、平成20年3月以降、規模を修正しつつも相当額の増資を一応計画していたのであり、また、Y社は、平成19年3月期に約30億円、平成20年3月期に約42億円の経常損失を計上しており…、投資事業の縮小を避けるため、Y社又はその子会社の保有する株式等の有価証券等の資産売却以外の方法による資金調達することを検討することも理解できなくはなく、Y社において資金調達の一般的な必要性があったことについては、これを否定できないところである。」(下線は、筆者による。)

◇ 社債の償還計画の不存在

「しかし、前記認定によれば、Y社は、本件社債の償還計画は、N会社との間で40億円分について包括的な合意に達しなければ実行する考えがないとしている上、その計画は短期間のうちに変遷しており、また、計画上期限が到来したものであっても、これまで同計画に沿って保有資産を売却したり、N会社に一部弁済したりしたこともないのである。本件新株発行の決議を行った平成20年6月9日の取締役会でも、償還計画を議論した形跡はなく、この時点で具体的な償還計画があったというには程遠い状況であったといわざるを得ない…。また、債務者はN社に仮差押えを受けている資産を売却するには、N社の協力を得なければならないところ、N社との間でそのような協議も進んでいない。」(下線は、筆者による。)

◇ 新株発行に関する合理的な説明の欠如

「仮に、本件新株発行が支配権維持を目的とするものでないとするならば、Y社は、これまで仮差押えの対象でない他の保有資産の売却等による資金調達は一切していないのに、なぜ本件新株発行による資金調達だけを先行させたのか、しかも、Y社の償還計画上、本件社債のうち30億円の繰上償還日は平成20年7月28日であるにもかかわらず、なぜ本件総会の2日前である同年6月25日を本件新株発行の払込期日とし、かつ、割当先に対して本件総会における議決権を付与するののかについて、その合理的な理由を説明し得ていない。」(下線は、筆者による。)

④ 結論

「以上によれば、Y社において資金調達の一般的な必要性があったことは否定できないものの、これを合理化できる特段の事情の存在までは認められず、本件新株発行は、既存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認めるのが相当であり、これを覆すに足りる疎明資料はない。

したがって、本件新株発行は著しく不公正な方法によるものと認定することができる。」(下線は、筆者による。)

3. 「クオンツ事件決定」のポイント

(1) 「クオンツ事件決定」の論理構造について

「クオンツ事件決定」の論理構造について、以下のような評価が主張されている。

◇ 清水俊彦弁護士⁽⁴⁰⁾の評価

「本決定は、支配権の争いに加え一定の事情が存在する場合には支配権維持が主要な目的であることが推認される、とする。…、それ(筆者注：会社に支配権につき争いがある状況下で、既存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)に一定の事情…(株主総会直前の大規模な第三者割当て増資、割当先第三者による経営陣支持の表明、割当先第三者への基準日後の議決権付与)が加わることで、支配権維持目的の存在と同時にその主要性が推認され、しかし発行を合理化する特段の事情があることが示されれば推認は覆される、という論理構造になっている。

この論理構造は、i) 2つの目的の存在を確認してから ii) その優劣の比較に入るという、従来無意識に観念されてきた二段階の判断過程とは異なり、(a) 支配権の争いに加え一定の事情の存否と (b) 特段の事情の存否それぞれを厳格に認定しそれを総合して支配権維持が『主要な目的』かどうかを一直線に結論付けようとするものである。

不公正発行該当性に関し、従来の裁判例が形成してきたと言われる『主要目的ルール』の運用においては、ともすると判断基準が曖昧になりがちであり、恣意的に結論が導かれるという

疑いを招き易かったのであるが(…)、本決定においては、目的の主要性の推認を軸に事案に即して事実上の主張立証責任を振り分け、考慮要素の内容や検討の手順を示し、どのような事情が重視されたか明らかにしようとしているが如くであり、判断過程を透明にし建設的な批判を可能にするものと評価されてよい。」(下線は、筆者による。)

(2) 支配権維持目的の主要性の推認について

① 支配権維持目的の主要性の推認のための要因・事情の整理

「クオオンツ事件決定」において、支配権維持目的の主要性を推認するための要因・事情を整理すると、以下のとおりになる。

〈a〉「主要目的ルール」の適用のための事情・要因

〈a-1〉会社の支配権につき争いがある状況下である

〈a-2〉既存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る予定である

〈a-3〉新株が第三者に割り当てられる予定である

〈b〉支配権維持目的の主要性を推認するための要因・事情

〈b-1〉新株発行が、成否の見通しが必ずしもつかない反対派取締役の解任が議案となっている株主総会の直前に行われる予定である

〈b-2〉予め反対派取締役を解任する旨の会社提案に賛成することを表明している割当先に会社法124条4項に基づき議決権を付与することを予定している

〈c〉支配権維持目的の主要性が推認される新株発行を合理化できる特段の事情

当該新株発行を合理化できる特段の事情が存在しない

〈a〉の事情・要因が存在する場合、「主要目的ルール」によって、支配権維持の目的が存在することが認定される。

そして、従来の裁判例は、支配権維持目的の主要性を判断方法・判断基準を示していないのであるが、「クオオンツ事件決定」は、支配権維持目的の主要性の推認という手法を採用し、多少ではあるが、判断方法・判断基準を明らかにしている点に特徴がある。

② 支配権維持目的の主要性の推認の要因・事情の検討

〈b-1〉の株主総会直前の発行、〈b-2〉の会社124条4項に基づく議決権付与は、ともに、現経営陣の多数派工作のための効果的な手段、換言すれば、反対派の多数派工作の阻止の効果的な手段であると考えられる。

特に、先行研究において、「クオオンツ事件決定」が会社法124条4項に基づく議決権付与を、支配権維持目的の主要性を推認するための重要な要因・事情としていることに関して、以下のような見解が主張されている⁽⁴¹⁾。

◇ 王子田誠教授の見解⁽⁴²⁾

「…近時の裁判例は支配権確保目的を推認しうる客観的状況を掲げ、これを満たす新株発行は合理化できる特段の事情がない限り不公正発行であるという原則を示したものであり、合理化できる特段の事情として資金調達必要性・合理性が検討される。この背景には、基準日後の株式取得者による議決権行使を会社が認めることを許容する会社法124条4項を濫用した事例が増えているという認識があり、こうした類型の第三者割当に歯止めをかけたいためである。」

◇ 楠元純一郎教授の見解⁽⁴³⁾

「この（筆者注：支配権維持目的を）推認させるとは、疎明責任を原告から被告に転換させ、請求株主の立証負担を軽減させる趣旨である。では、それを推認させる事実とはなにか。それは、支配権に争いがあるにもかかわらず、基準日後の割当先への議決権を付与しようとしたことであろう。つまり、基準日後の割当先への議決権の付与があれば、他にこれを合理化できる特段の事情がない限り、疎明責任が原告から被告へと転換し、被告は支配権維持目的がなかったことを疎明しなければならないとされたのである。」

③ 「推認」の意味

「クオントツ事件決定」は、「推認できる」の意味について、何ら言及していない。この「推認できる」に関しては、厳密には意味が不明であり⁽⁴⁴⁾、したがって、種々の解釈が成り立ちうる。この「推認できる」に関しては、「クオントツ事件決定」の研究において、以下のような見解が示されている⁽⁴⁵⁾。

◇ 楠元純一郎教授の見解⁽⁴⁶⁾

「この（筆者注：支配権維持目的を）推認させるとは、疎明責任を原告から被告に転換させ、請求株主の立証負担を軽減させる趣旨である。」（下線は、筆者による。）

◇ 荒達也准教授の見解⁽⁴⁷⁾

「本決定は、…現経営陣の支配権維持を推認させる客観的事情が複数存在する場合には、『他にこれを合理化できる特段の事情がない限り、本件新株発行は、既存の株主の持株比率を低下させ現経営陣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推認できるというべきである』と述べている。このような判断過程を明示する裁判例は、日本精密事件…において類似した判示（『合理化できる特段の事情』ではなく、『特段の資金調達の必要性』とされている）がなされている以外は、従来見られなかったものである。

この判決部分の意味については、解釈が分かれる。ただ、この判決部分の後で、Y社（筆者注：債務者側）の主張の合理性や整合性について検討するという決定文の構成になっていることからすると、この判示部分は、募集株式の発行について債務者の現経営者の支配権を維持する目的で行われたことを推認させる諸事情を債権者が一定程度立証した場合には、支配権維持が主要な目的であると一応推認され、推認を覆すためには、募集株式の発行を正当化しようとする債務者側で、募集株式の発行を合理化できる特段の事情について主張、立証しなければならないという点で、主張、立証の負担を事実上分配したものであると解するのが妥当であろう。⁽⁴⁸⁾（下線は、筆者による。）

「そもそも、差止めを請求する株主が、募集株式の発行の主要な目的が支配権維持にあることを独力で疎明しなければならないとすることは、会社の資金使途などの内部情報について経営陣に比べて少ない情報しか有していない株主にとって、過大な負担をかけるものである。よって主張、立証の負担を事実上会社にも分配したと解釈できる決定…の枠組みは、主要目的ルールの実効性を確保する観点から妥当であると考える。」（下線は、筆者による。）

◇ 川島いづみ教授の見解⁽⁴⁹⁾

「本決定は、新株の不正発行とは、不当な目的達成の手段として新株発行が利用される場合をいうとし、（a）会社の支配権につき争いがあり、（b）既存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第三者割当の方法で発行される場合に、（c）その新株の発行が既存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、不当な目的の達成の手段として新株発行が利用された場合に当たる、とする。これは、不公正発行の意義について述べる近時の主立った裁判例の立場でもある。したがって、請求株主は、上記（a）と（b）に加えて、上記（c）を示す事実の主張・立証（疎明）を求められるが、この点について本決定は、（c-1）反対派取締役の解任を議案とする総会直前に解任への賛成を表明する割当先に対してする発行であること、および（c-2）会社法124条4項により議決権の付与を予定していることを挙げて、これを合理化できる特段の事情がない限り不公正発行に当たるとの判断を示している。これにより、『合理化できる特段の事情』を示すことが現経営者（債務者）側に求められることになる。このように本決定は、主要目的ルールの適用において、2つの目的の存在を認定していずれが優越するかを比較するのではなく、上記（c）について（c-1）と（c-2）の事実が示されたことを受けて、『…特段の事情』の立証を会社側に求めるという方法で、主張立証責任を当事者双方に順次振り分けていく方式を採用している。」（下線は、筆者による。）

（3）「合理化できる特段の事情」について

「クオオンツ事件決定」の先行研究においては、従来の主要目的ルールとの相違点、支配権維持目的の主要性の推認、および、「株主が不利益を受けるおそれがある」に関する検討が、メインテーマに

なっている。したがって、「合理化できる特段の事情」に関しては、詳細な検討がなされていない。その中で、「クオンツ事件決定」の前後における裁判例の傾向、そして、「クオンツ事件決定」の位置づけについて、以下の捉え方が示されている。

◇ 弥永真生教授の捉え方⁽⁵⁰⁾

「従来の裁判例の傾向は、資金調達目的があれば、それだけで『著しく不公正な発行』によるものではないと判断してきたのではないかと推測される。すなわち、資金調達目的が『主要な』ものと評価できるかどうかについては必ずしも検討してこなかった（…東京地決平成元・9・5、…東京地決平成16・7・30、…東京高決平成16・8・4など参照）。しかし、本決定は、『資金調達の一般的な必要性』が存在するだけでは、資金調達目的が主要な目的であるとはいえないという立場を採っていると理解することができる点で、これまでの裁判例とは異なる。⁽⁵¹⁾」

◇ 川島いづみ教授の捉え方⁽⁵²⁾

「近時の下級審裁判例は、資金調達の必要性との関係でも、単純に資金調達の必要性があるか否かによって不公正発行の該当性は判断するという運用から、事案に即したより緻密な認定プロセスを採用する方向に、その運用を修正しようとしているように見受けられる。本決定は、その端的な例とみることができよう。」（下線は、筆者による。）

「クオンツ事件決定」から本決定までの間、事件としては12件、決定としては18件があるが、却下・棄却決定が15件⁽⁵³⁾、認容決定が3件⁽⁵⁴⁾である。「クオンツ事件決定」以降の決定の傾向としては、正当な目的である資金調達の必要性を緻密に検討し、資金調達の必要性の存在を安易に認定することなく、厳格に「主要目的ルール」を運用していることが見て取れる。

第4 本決定の検討

1. 支配権維持目的の主要性の推認

(1) 「推認」のための要因・事情

① 「推認」のための要因・事情の整理

本決定における要因・事情を整理すると、以下のとおりになる。

〈a〉主要目的ルールの適用のための要因・事情

〈a-1〉会社の支配権につき争いがある

〈a-2〉既存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る

〈a-3〉発行される新株が第三者に割り当てられる予定である

〈b〉その他、支配権維持目的の主要性を推認するための要因・事情

〈b-1〉新株発行が、成否の見通しが必ずしもつかない現経営陣の多数派の解任が議案となっている株主総会の直前に行われる予定になっている

〈b-2〉現経営陣に賛同する割当先に対し、会社法124条4項に基づき、議決権を付与することを予定している

〈b-3〉現経営陣の多数派と敵対する取締役（A）には、第三者割当増資に関する情報が共有されていなかった

〈c〉支配権維持目的の主要性が推認される新株発行を合理化できる特段の事情

当該新株発行を合理化できる特段の事情がない

本決定は、「クオンツ事件決定」と同様の要因・事情を挙げているが、その要因・事情に加えて、〈b-3〉現経営陣の多数派と敵対する取締役（A）には、第三者割当増資に関する情報が共有されていなかったことを挙げている。

② 支配権維持目的の主要性の推認要因・事情の検討

上述したとおり、〈b-1〉の株主総会直前の新株発行、〈b-2〉の会社法124条4項に基づく議決権の付与は、いずれも、現経営陣の多数派工作、現経営陣の支配権の維持の効果的な手段であると考える。

さらに、本決定は、「クオンツ事件決定」にはなかった「第三者割当増資に関する情報が共有されていなかった」ことを、支配権維持目的の主要性を推認するための一要因としている。

この情報共有の欠如は、現経営陣が、取締役Aによって本件新株発行が阻止されないようにし、支配権を維持・確保するためであろう。すなわち、事前に、本件新株発行に関する詳細な情報が取締役Aにも共有されるならば、取締役Aは、現経営陣の多数派に対抗するため、本件新株発行を阻止する行動に出たであろう。取締役Aによる本件新株発行の阻止行動を阻止するために、現経営陣の多数派は、情報提供をしなかったと考えられる。

以上のことから、本決定は、新株発行の意思決定過程の不透明性・不公正性を、新株発行の不公正該当性の判断の一要因としていると考える。

（2）「推認」の意味

本決定は、「クオンツ事件決定」と同様に、「推認」を用いているが、その意味については、「クオンツ事件決定」と同様に、何ら説明していない。

そこで、さまざまな解釈が成り立ち得るが、「クオンツ事件決定」に関する議論が当てはまると考える。

そのほか、この「推認」の意味について、一般論として、以下のような見解がある。

◇ 松井秀征教授の見解⁽⁵⁵⁾

「わが国において主要目的ルールを採用する裁判例によれば、基本的に取締役の義務違反を主張する側が立証責任（差止仮処分事件においては疎明責任）を負うことになる。⁽⁵⁶⁾ 権限分配を基礎におく考え方でも、原則としては原告側が立証責任を負うことを認める。ただし、支配権争いのある段階で、あえて特定の第三者に支配権変動を及ぼす大量の株式を割り当てたことを原告側で立証すれば、立証責任は転換されるとする。すなわち会社側が、その新株が正当な事業目的のために行われたことを反証しなければならない。」（下線は、筆者による。）

「本来、新株発行は取締役の一連の業務執行の中で行われるものである。従って、通常はその行使は会社、ひいては株主の利益のためになされているとの推定が働いているものと考えられるであろう。そうであるとすれば、このような会社、株主の利益のためになされていない蓋然性が高いといえる場合には（会社、株主の利益のために権限行使がなされているとの推定が、事実上覆されていると評価しうる場合には）、立証責任は取締役の側が負うべきであるということになる。」（下線は、筆者による。）

◇ 洲崎博史教授の見解⁽⁵⁷⁾

「本条の規定振りからすると、募集株式の発行等が『著しく不公正な方法で行われる』こと、すなわち、主要な目的が支配権維持であることの立証責任は原告株主が負うことになりそうである。しかし、支配権争奪の結果によってはその職を失いかねない取締役が、当該支配権争奪に大きな影響を与える新株発行を実施する立場にあること（利益相反状況）および問題の新株発行が会社の事業目的に即したものであるかどうかを明らかにするには会社情報に接近できる必要があること（立証の容易さ）から、主要目的が何であるかを決するに当たっては会社側に主張・立証上の負担を相応に負わせるべきこと（具体的には、支配権争奪の状況下で、あえて反対派株主を避け、支配権に影響を及ぼす大量の新株を第三者に割り当てる場合には、支配権維持目的が主要目的であるとの事実上の推定を加え、当該第三者割当発行を必要とする会社の事業目的が存することにつき会社側が合理的な説明をしない限り、不公正発行と判断すべきこと）がかねてから主張されてきた。」（下線は、筆者による。）

◇ 森本滋教授の見解⁽⁵⁸⁾

「新株発行の差止訴訟ないし差止めの仮処分を求める裁判において、不公正発行の立証ないし疎明責任は原告・債権者である株主が負う。当該株主が、会社に支配をめぐる実質的な争いがあり、新株発行、とりわけ、第三者割当増資がその争いに決定的ないし重大な影響を与えることについて立証・疎明した場合、支配権維持目的が疑われ（事実上の推定）、会社（取締役会）

は、当該新株発行が会社経営上の合理的判断に基づいて会社に必要な資金を調達するために行うものである等の、当該新株発行が取締役に付与されている業務執行権限の正当な行使であることについて、説明することが求められる。事業計画を策定し、それを実行するための資金調達方法として当該新株発行を決定した取締役会にこのような負担を課すことは、当事者間の公平の観点から正当化されよう。

大規模な第三者割当増資により、経営陣ないしその背後にある支配株主の支配権を維持強化し、反対派株主の持株比率を大幅に希釈化し、反対派株主の支配権確保の機会を喪失させる（極端な場合、支配権を奪取する）こととなる場合は、会社は、借入れでなく新株発行を選択したこと、それも、第三者割当ての方法の選択と割当先の合理性について、説得力ある説明をしなければならない。」（下線は、筆者による。）

では、本決定における「推認」について、どのように考えればいいであろうか。

上述の「クオンツ事件決定」に関する先行研究、および、松井教授・洲崎教授・森本教授の見解を踏まえて、以下のように考えることができるのではないだろうか。

そもそも、会社法210条2号は、「著しく不公正な方法により行われる」ことを差止請求権者が立証（疎明）するよう⁽⁵⁹⁾に求めている規定であると理解される。

したがって、差止請求権者は、従来の「主要目的ルール」に従えば、以下の点を主張・立証することを求められることになるだろう。

- 〈i〉 会社の支配権につき争いがある。
- 〈ii〉 既存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る予定である。
- 〈iii〉 発行される新株が第三者に割り当てられる予定である。
- 〈iv〉 その新株の発行が、既存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唯一の目的とすること、または、支配権を維持する目的が主要な目的であること、すなわち、不当な目的である支配権維持目的が、資金調達の必要性等の正当な目的に優越している⁽⁶⁰⁾。

しかし、このように、差止請求権者に対して、主張・立証（疎明）の責任を課すことは、差止請求権者にとって、極めて過酷な負担を課すものであり、当事者間の公平の観点から、正当化できるものではない。ここに、差止請求が認められにくい理由の一端があるのではないだろうか。これでは、会社法210条の新株発行差止請求の存在意義が減殺されてしまう。ここに、差止請求権者の主張・立証（疎明）責任を軽減する必要があると考える。

そして、問題の新株発行に資金調達の必要性について、会社側に立証（疎明）を求めることも許容されるであろう。なぜなら、会社側は新株発行に関する詳細な情報を有しているはずだからである。

ただ、取締役側に、立証責任が転換すると解することは解釈論として難しいのではないかと考える。主要目的を決するに当たっては会社側に主張・立証上の負担を相応に負担させるべきこととな

るといった程度に捉えるのが穏当ではないだろうか。⁽⁶¹⁾

2. 「合理化できる特段の事情」

「クオンツ事件決定」は、「合理化できる特段の事情」の存在を判断するにあたり、経営陣側が主張する「資金調達必要性」の存在について、社債償還計画の面から、詳細に検討している。

本決定も、「本件新株発行の割当先、Y会社が主張する宿泊施設の購入先及び調達した資金による借入金の返済先は、いずれも本件株主提案によって解任を求められている取締役と密接な関係を有する会社であることにかんがみると、Y会社の主張する資金使途が実体を伴うものであるか慎重にみる必要がある。」と述べて、調達資金の「宿泊施設事業への展開」と「借入金返済」の2つの側面について、資金調達の必要性を検討している。

本決定の特徴としては、以下に述べるように、資金調達の意思決定の過程に着目していることを挙げることができる。

まず、本決定は、「調達資金の使途とされる宿泊施設事業への展開」について、「宿泊施設事業を開拓することにも経営判断として合理性がないとはいえない。」と述べている。

しかし、本決定は、Y社の意思決定の拙速さを指摘している。すなわち、本決定は、「宿泊施設事業への展開は、本件取締役会で初めて報告され、取締役会は、事業の詳細を議論するより先に資金調達方法をその場で決議したのであり、Y会社における意思決定は、拙速というべき態様であった」、としている。

また、本決定は、宿泊施設事業の計画の検討の不十分さを指摘している。すなわち、本決定は、「本件取締役会より前にも、令和4年1月14日、同月19日、同年2月1日など、複数回取締役会が開催されてきたにもかかわらず、取締役会に宿泊施設事業への展開は報告や付議されてこなかった」ことから、「今般の宿泊施設事業への展開は、仮に経営権をめぐる争いが顕在化する以前からY社内部において検討が始まっていたとしても、踏み込んだ検討がなされてきたのか疑問がある。」としている。

次に、本決定は、調達資金の借入金への返済について、「取締役会が本件新株発行を決議した当時、Y社の有利子負債残高が高額であり、その圧縮が経営課題となっていたことは認められる。」している。

しかし、本決定は、「宿泊施設事業への展開と同様、本件取締役会より前には、取締役会において、第三者割当増資に関する報告、議論がされてこなかった…。やはり、意思決定過程には拙速の感が否めない。令和元年に、Y会社においてOAKキャピタルに対する第三者割当が検討された際は、その検討等の状況について、取締役会で経過報告されていたことと対比しても、不自然である。」と述べている。

このように、本決定は、資金調達の意思決定過程に着目して、合理化できる特段の事情を詳細に分析している。

このような、「主要目的ルール」の適用に当たって、新株発行の意思決定のプロセスに着目する見解がある。

◇ 洲崎博史教授の見解⁽⁶²⁾

「これまでわが国では、新株発行は主として資金調達のために行なわれることを前提に論じられているが、資金調達以外の目的、すなわち資本提携（企業提携）、従業員持株制度の推進、現物出資による営業財産の取得等の目的のために新株発行が行なわれることもある。特にわが国では、新規事業への進出に際して先発企業と手を結んだり、現在の経営基盤を固めるために従来からの取引先との関係を密にしたり、あるいは会社再建のために外部から経営参加を求めするなど、様々な理由の下に他企業から資本参加を受け入れること（…資本提携…）がしばしば行なわれているようである。ところが、資本提携（及び従業員持株制度、現物出資）の場合には、元々特定の第三者に割当てなければ新株発行の目的が達せられないため、取締役の割当権限の制約ということを持ち出しにくい。さらにこれらの新株発行が会社にとって必要か否かは、資金需要の有無と同様に、多かれ少なかれ取締役の経営判断に服する事項であり、当該新株発行は必要ないと裁判所が断定することはむずかしい。…」（下線は、筆者による。）

「…資金調達にしる、資本提携にしる、その事業上の必要性の実質的審査が困難である…。そこで、このような経営判断の内容になるべく立ち入ることなく取締役の支配目的を認定するには、…、新株発行の計画策定から実行までの経緯（…新株発行のプロセス…）を詳細に審査することが一特に通例急激な支配権争奪が問題になる公開会社においては有益となる。一般に、大量の株式の発行にはある程度の準備・計画が必要であり、特に資本提携の場合には相手方もかなりの交渉がなされているのが普通である。支配権争奪のさなかに第三者割当を行なうのであれば、会社側は…反証活動の一環として、これらの新株発行のプロセスを個別に説明しなければならない。このプロセスが全く合理性を欠く場合、すなわち新株発行の計画がなかったにもかかわらず、株式の買占めや公開買付を察知する否や突如として取締役会が開かれ、十分な討議もなしに新株発行決議がなされるような場合には、当該増資に関する会社側の主張は口実とみなし、新株発行の必要性などを云々することなく取締役の支配目的を認定すべきである。また、会社内で新株発行につき事前になんらかの検討がなされていたとしても、それがまだ漠然としたものであり、十分に具体化されていない段階で、支配権争奪が勃発し、あわてて新株発行がなされるような場合には、やはりその公正さが疑われてよい。その新株発行が従業員持株制度目的のものであったり、あるいは資本提携のうちでも『取引先との関係を密にする』程度のものであるような、要するに会社にとって急迫の必要性が乏しいと思われる新株発行の場合には、新株発行のプロセスと照らしあわせることにより、支配目的を認定しうることが多いのではないかと。特に公開買付や委任状合戦のように支配権争奪の早期決着が予想される場合には、…その実施が少々遅れても会社の事業遂行にそれほど支障は生じないと思われる新株発行については、積極的に差止仮処分を認めるべきであろう。これに対し、既にそれなりの具体性を持った新株発行の計画が立てられており、それを実行しようとしていたところ支配権争奪が生じたという場合には、原則として支配目的を認定しえない。」（下線は、筆者による。）

洲崎教授の見解は、新株発行の意思決定過程を、「主要目的ルール」における支配権維持目的の主要性・優越性、または、「合理化できる特段の事情」を判断する要素としている。この点について、賛同できる。

公開会社において授權資本制度の枠内で行われる新株発行は、既存の株主の持株比率に影響を与える場合も多いが、持株比率への影響を含めて、基本的には、会社の最善の利益のために行われる経営判断事項・業務執行事項であり、したがって、その目的・方法・内容などの適否について、裁判所が軽々に判断すべき性質のものではない⁽⁶³⁾、また、裁判所が、新株発行の必要性を実質的に審査して、会社側の主張を排斥することが困難な場合も多くあるであろう。

しかし、往々にして、新株発行の目的が、唯一、支配権維持である場合、そして、諸々の目的がある中で、支配権維持目的が主要な目的である・優越している場合、または、新株発行に合理化できる特段の事情がない場合、新株発行の意思決定過程に重大な問題があると考えられる。

そこで、経営判断の内容になるべく立ち入ることなく取締役の支配目的を認定するには、新株発行の計画策定から実行までの経緯を詳細に審査することが、有益となると考える。

第5 「主要目的ルール」の運用における2つの流れ

本決定は、「主要目的ルール」を適用することができる状況にあつて、それに、支配権維持目的の主要性を推認できる事情が加わる場合には、支配権維持目的の主要性が推認される、しかし、当該新株発行を「合理化する特段の事情」があることが示されれば、当該新株発行の不公正発行該当性が否定される、という論理構造になっている。

この論理構造は、伝統的な「主要目的ルール」の運用方法である、i) 不当な目的である支配権維持目的と、正当目的である資金調達等の目的の存在を確認してから、ii) 両者を比較し、優越性・主要目的性を認定するという判断過程とは、異なっている。

ここで、近時の裁判例は、「主要目的ルール」の運用手法を変更したのかが問題となる。新たな論理構造の「主要目的ルール」の運用手法が、伝統的な「主要目的ルール」の運用手法にとって変わったのであろうか。⁽⁶⁴⁾この「主要目的ルール」の運用手法に関して、注目すべき見解がある。

◇ 田中亘教授の見解⁽⁶⁵⁾

「…株式会社が一応の資金調達目的を整えて募集株式の発行等を決定した場合、裁判所が、短い審理期間の中で（募集株式の発行等の差止めの裁判は、通常、仮処分手続により、1～2週間という極めて短い期間で行われる）、それが本当に会社の事業にとって必要かつ合理的なものか、それとも現経営陣の支配権を維持・確保するための口実であるかを判断することは容易でなく、会社の主張を裁判所が追認するだけに終わる危険が大きい…。また、仮に資金調達目的に一応の合理性があるとしても、…、経営支配権争いの帰趨が株主により（株主総会における取締役選任決議を通じて）決せられようとしているまさにそのときに、取締役会が募集株式の

発行等により、現経営陣と対立する株主（対立株主）の持株比率を引き下げることを認めることは、誰が会社を支配すべきかについて、株主を差し置いて取締役会が決定することを許容することに等しく、株主ないし株式市場による経営陣の規律を損ない、会社経営の効率性を害するおそれ強い…。

そこで、経営支配権争いのある場合の中でも、特に、①当該経営支配権争いの帰趨が近く株主により決せられると見込まれ、かつ、②その際には現経営陣が敗れる（対立株主が勝利する）可能性も相当程度にあるといえる場合に、取締役会が、現経営陣を支持すると見込まれる第三者に割り当てて募集株式の発行等をすることは、経営支配権争いの帰趨を株主が決めることを妨げてまでも当該募集株式の発行等を必要とする特段の事情（そうしない限り会社の倒産が避けられないなど）がない限り、不公正発行になると解すべきである（…東京地決平成20・6・23、…大阪地決平成29・1・6参照。多少とも経営支配権を巡る対立があればそれだけで会社の増資が妨げられる結果とならないよう、①②のような限定は必要と考える。経営支配権争いであっても①②に当たらない場合は、従来の裁判例のとおり、主要目的ルールによって不公正発行の有無を判断してよからう。差止申立てを却下した…東京高決平成16・8・4や…仙台地決平成26・3・26は、いずれも、①②のような事情があり、差止めが認められるべきであった。⁽⁶⁶⁾」（下線は、筆者による）。

田中教授は、「主要目的ルール」に、2つの運用方法があることを述べている。

そして、今日の裁判例においては、「主要目的ルール」の運用に、2つの流れがあることは、大阪地裁の「日本テレホン事件決定」からも読み取れる。すなわち、この「日本テレホン事件決定」は、本決定の直前、令和4年2月9日に出された決定であるが、本決定のような、支配権維持目的の主要目的性の推認というアプローチを採用せずに、従来の裁判例と同様に、「主要目的ルール」に依拠しつつ、新株発行差止の仮処分を認容しなかった決定である。

◇ 令和4年2月9日大阪地裁決定：「日本テレホン事件決定」（却下）⁽⁶⁷⁾

◆ 著しく不公正な方法による新株発行の意義

「会社法210条2号に規定される『著しく不公正な方法による』新株発行とは、不当な目的を達成する手段として新株発行が用いられる場合をいうと解される…」（下線は、筆者による）

◆ 著しく不公正な方法による新株発行の要件－「主要目的ルール」の適用－

「〈a-1〉株式会社において、その支配権につき争いがあり、〈a-2〉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、〈a-3〉それが第三者に割り当てられる場合に、〈b〉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陣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うべきである。」(〈a-1〉～〈a-3〉、〈b〉、そして、下線は、筆者による。)

◆ 会社の支配権についての争いの有無

「〔1〕債権者X会社は、令和3年1月頃から債務者Y会社の株式をP1と共に取得し始め、同年2月には大量保有報告書を提出するに至り、その後も一部を売却することはあっても、債務者Y会社の株式の取得を進め、遅くとも令和3年4月頃には債務者Y会社の筆頭株主になり、令和4年1月26日時点において債務者Y会社の発行済株式総数の37.67%を保有するに至っていること(…)、〔2〕令和3年6月頃には、債権者X会社から債務者Y会社に対してその経営につき取締役候補者の推薦を含む提案がなされたが、債務者Y会社がこれを受け入れることはなかったこと(…)、〔3〕令和3年7月に開催された債務者Y会社の第33回定時株主総会において、債権者X会社は、現経営陣である取締役らの選任決議に反対したこと(…)、〔4〕債権者X会社が債務者Y会社の取締役会議事録の閲覧等を求める別件事件において、債権者X会社は取締役選任などの株主提案権を行うことを検討している旨主張するとともに、債務者Y会社においても、これを受けて、株主提案権の実施の際にプロキシファイトが行われる可能性がある旨主張していること(…)、〔5〕令和3年11月に債務者Y会社から送付された連絡文書中には、これ以上の債権者X会社による債務者Y会社の株式の取得を控えるよう求める記載があること(…)の各事情が一応認められる。

これらの各事情によれば、債権者X会社が令和3年1月以降、債務者Y会社の株式の取得を徐々に進めており、その中で、定時株主総会における現経営陣の取締役選任決議に反対していることや取締役候補者の推薦などを行い、その後も債務者Y会社の要請に応えることなく、株式の取得を進めており、別件事件の提起とそれにおける双方の主張内容が大きく対立していることなども併せ考慮すると、本件新株発行についての取締役会決議がされた時点においては、債権者X会社及び債務者Y会社の現経営陣の間には、会社の支配権についての争いが存在しているものと認められる。

ただし、債権者X会社は、その持株比率(…)や近時の債務者Y会社における株主総会の参加率(…)を考慮しても、本件新株発行時点において債務者Y会社の支配権を事実上取得していたものとは認められず、また、債権者X会社は取締役選任の決議を目的とする臨時株主総会の招集なども求めていなかったことなどに照らすと、上記支配権についての争いが存在したと認められるとしても、これらが本件新株発行を決議した取締役会に近接した時期に債務者Y会社の株主によってその帰趨が決定されることが見込まれたものとはいえず、上記時点において債務者Y会社の現経営陣が支配権を喪失するに至る危険性が相当程度切迫したものであったとも認められない。」(下線は、筆者による)

◆ 本件新株発行による既存株主の持株比率に対する影響

「本件新株発行の影響について見ると、本件新株発行は普通株式231万株を発行するものであり、その希薄化率は67.33%になるところ、債権者X会社の持株比率もそれに伴い37.67%から21.9%に減少し（…）、他方で、ショーケースが本件新株発行の割り当てを受けた結果、持株比率40.23%を有することとなり、同社が債務者Y会社の筆頭株主となり、親会社となること（…）などに照らすと、既存の株主である債権者X会社の持株比率に重大な影響を与えるものといえる。」（下線は、筆者による）

◆ 支配権維持目的の存在の一応の推認

「上記…各事情に照らすと、本件新株発行時点において会社の支配権につき争いがある状況にあり、本件新株発行によって、既存の株主の持株比率を大幅に希薄化するもので、重大な影響を与えるものと認められることに加えて、債務者Y会社とショーケースの資本業務提携についての交渉は債権者X会社と債務者Y会社との間の会社支配を巡る紛争が先鋭化した時期と近接した時期から始まったと見受けられること…に照らすと、本件新株発行は、既存株主の持株比率を大幅に低下させ、債務者Y会社の現経営陣の支配権を維持することを目的の一つとしたものであると一応推認することができる。」（下線は、筆者による）

◆ 新株発行の具体的な資金調達必要性

○ 資本業務提携の事業上の必要性

「債務者Y会社の主な事業は、携帯電話の販売や手数料収入などを中心とする移動体通信関連事業及び中古携帯端末などを仕入れ、これを整備し、販売するリユース関連事業からなるところ、近年は、これらのうち、後者のリユース関連事業の売上が増加し、総売上高における割合も76%程度までになり、平成31年度までは営業損失であったものが、上記リユース関連事業の伸長により営業利益を上げる程度に至っている（…）。また、債務者Y会社が令和3年8月に発表した中期経営計画においても、上記2事業のうち、リユース関連事業の成長が見込まれるとして、これらの拡充策として、調達から販売までの一元管理、買取検討のほか、新規事業として法人向けサブスクリプション型サービスなど、本件新株発行における用途と同様の施策が掲げられているところ（…）、令和4年4月期第2四半期の四半期決算において上記リユース関連事業が前年比で失速しているのは半導体不足などによる調達量の不足としており（…）、この強化が必要であることがうかがえる。そして、その調達量の安定化などのために今後展開する予定の個人からの中古携帯端末などの買取サービス事業についても、ショーケースが展開するオンライン本人確認にかかるシステムと親和性があるように見受けられる（…）。さらに、債務者Y会社が主張するように22回にわたってショーケースとの会合などが開催されたかは明

らかではないが、少なくとも複数回にわたって資本業務提携に向けた具体的な検討が両者間で行われたことがうかがえる（…）。

これらの近年の債務者Y会社の事業内容、成長が見込まれる事業及びその中期経営計画において言及されている施策、それらと提携先であるショーケースの事業内容との親和性や検討状況からすれば、債務者Y会社とショーケースとの接触から3か月余りで資本業務提携契約が締結されていることを考慮しても、本件新株発行の前提となる債務者Y会社とショーケースとの資本業務提携が、実体を欠くものであるとか、これまでの債務者Y会社の事業内容や中期経営計画と相反する内容によるものであるとは認められない上、上記資本業務提携は、これらを延長ないし拡大したものと捉えることができ、事業上の必要性を認めることができる。」（下線は、筆者による）

○ 新株発行の合理性

「債権者X会社も指摘するように、本件新株発行の用途は、債務者Y会社における従前の設備投資などよりも非常に大規模なものであることがうかがえる。

この点について、システム開発については合計3億5000万円の支出が予定されているところ（…）、これらには、初期費用、機器の導入費用に加えて、3年間程度のランニングコストが考慮されていること（…）に加えて、これらの見積もりなども債務者Y会社は令和3年11月頃から取得してこれを積算根拠としていることがうかがえるほか（…）、債務者Y会社も指摘するように、これらの投資額全体と現時点における貸借対照表上のソフトウェアの計上額とを比較することも相当とはいえず、過大なものとは認められない。

仕入れの強化のために支出が予定されている合計3億3229万円についても（…）についても、そのうち販売用端末については、貸借対照表作成時点における「商品」の計上額（…）と今後1年程度の仕入費用とを比較するのも相当とはいえず、上記積算過程においても従前の仕入費用などから仕入単価を導き出していることがうかがえるほか、34期の年度途中（令和3年5月から令和4年1月19日まで）のこれらの仕入総額は28億円を超えるものがあり（…）、今後、個人向けの買取サービス事業の展開によってはそれを上回る可能性があることも考慮に入れると販売用端末についての仕入費用については、それが過大なものとは認められない上、その余のレンタル用タブレット端末などについても、法人向けの導入予定機器を想定してその仕入単価を導いていることがうかがえるもので（…）、今後同事業の拡大を推進していく予定であることから現在のレンタル資産との比較も相当とはいえず、これを過大なものとは見ることができない。

さらに、リファビッシュセンター増床についても、従前の設備投資額などを踏まえて積算されたことがうかがえる（…）。

上記で見たように、債権者X会社の指摘を踏まえても、上記の個々の支出予定額が過大なものとは評価できないが、これらを合算すると、合計7億8000万円余となるもので、現時点における債務者Y会社の時価総額が12億円余りであることに照らすと、これらの設備投資は大規模

なものということができる。

他方で、株式会社の経営者が、事業環境や自社の事業内容などを踏まえ事業を拡大する好機であると捉えて、短期間のうちに意思決定を行い、大規模な設備投資や広告宣伝などを通じて、当該市場における占有率を高めるなどの措置を執り、結果として、その意図を達する例もままあり、これらの経営判断の当否、相当性が後に検証されることがあり得るとしても、設備投資が大規模であることやこれが短期間で決定されたことをもって、これらの積算結果が過大であるとも評価できない。

以上によれば、本件新株発行の具体的な用途が過大なものであるとは認められず、それには一定の合理性があるものといえる。

また、債権者X会社は、資金調達の方法として、間接金融による資金調達が可能であり、本件新株発行による資金調達の必要性に疑問を呈するけれども、金融機関からの借入可能な額、利率などの融資条件については、当該企業におけるこれまでの金融機関との取引関係、事業内容などに対する金融機関の評価・審査、当該企業における担保価値の有無及びその程度などによって大きく変動するものであることに加えて、本件においては、上記資金需要は、金融機関との間で設定された貸出コミットライン契約で設定された額を上回ること（…）、また、この返済期限も借入開始後6か月とされており（…）、比較的短期間で返済が必要とされ、上記資本業務提の内容と一部であるシステム開発などにはその導入から本格的な運用までは一定の期間が必要であろうことも考慮に入れると、上記債権者X会社の疑問をもつて、本件新株発行の合理性に疑念を差し挟むものとは評価できない。

割当予定先の選定について見ると、債務者Y会社は、従前から関係のあった株式会社MUを通じて、提携先を探していたショーケースから提携を持ち掛けられたこと、複数回にわたる具体的な検討を経て、資本業務提携契約の内容を詰めていったことがうかがえ（…）、本件新株発行は、これらを踏まえた資本業務提携を基礎とするものであること、他方、債権者X会社からの業務提携等の提案は、主に社外取締役を推薦するもので、その内容も具体的な提案を伴うものと債務者Y会社からは認識されなかったこと（…）からすれば、ショーケースをして、本件新株発行の割当予定先に選択したことも一定の合理性を有するものと評価できる。」（下線は、筆者による）

○ 小括

「以上で検討したように、本件新株発行の前提となる債務者Y会社とショーケースとの間の資本業務提携契約は、事業上の必要性が認められ、その具体的な用途も過大とは評価できず、資金調達の方法及び割当予定先の選定も一定の合理性を有するものといえ、本件新株発行は、具体的な資金調達の必要性があるものということができる。」（下線は、筆者による）

◆ 結論

「本件新株発行の目的の一つには、債権者X会社の持株比率を低下させる目的があることは認められるにしても、他方で、債務者Y会社においては、ショーケースとの資本業務提携を通じた具体的な資金調達のためにもまた認められるもので（上記（3））、前者が後者を優越するような関係にあるようなものとは評価できず、上記債権者X会社の持株比率を低下させる目的をして、本件新株発行の主要な目的であると一応認めるに足りないというほかない。

よって、本件においては、被保全権利の疎明があったものと認められない。」（下線は、筆者による）

「日本テレホン事件決定」は、事実関係の詳細な分析から、「現経営陣の支配権を維持することを目的の一つとしたものであると一応を推認することができる」として、支配権維持目的の存在を推認している。

他方で、詳細な事実関係の分析から、「資本業務提携契約」の事業上の必要性と、その提携のための資金調達の必要性を認定している。

そして、結論として、両者の間に、「現経営陣の支配権を維持すること」が、「ショーケースとの資本業務提携を通じた具体的な資金調達の必要性」を「優越するような関係にあるようなものとは評価できず、上記債権者X会社の持株比率を低下させる目的をして、本件新株発行の主要な目的であると一応認めるに足りないというほかない。」としている。

すなわち、「日本テレホン事件決定」は、伝統的な「主要目的ルール」に依拠して、i) 支配権維持目的の認定、ii) 資金調達の必要性の認定、そして、iii) 両者間の比較による優越性・主要性の認定という運用方法を採用している。その理由は、「日本テレホン事件決定」には、本決定のような、支配権維持目的の主要性を推認する事情・要因がなかったからであると考えられる。

第6 むすびに代えて

新株の不公正発行の判断方法・判断基準としては、「恵美寿織物事件決定」が「主要目的ルール」の基本的発想を考え出し、「忠実屋・いなげや事件決定」や「ベルシステム24事件」が「主要目的ルール」の判断枠組みを提示し、その枠組みが多く⁽⁶⁸⁾の裁判例によって採用されてきた。

これに対して、今日の裁判例においては、「主要目的ルール」の運用方法に関しては、伝統的な「主要目的ルール」をもとにした、「主要目的ルール」の新たな運用手法が見て取れる。この手法は、伝統的な「主要目的ルール」が、主要性・優越性の判断基準・判断方法を示していないという問題点を克服するための一歩である。

しかし、従来の「主要目的ルール」の運用においては、諸々の目的の間における支配権維持目的の主要性・優越性の判断方法・判断基準、そして、新たな「主要目的ルール」の運用においては、支配権維持目的が推認される新株発行の「合理化できる特段の事情」の判断方法・判断基準を、客観化・明確化するという課題が残されている⁽⁶⁸⁾。

- (1) LEX/DB【文献番号】25602054
- (2) その後の経過としては、令和4年2月24日、Y会社は、取締役会において、本件新株発行を中止することを決定し、その旨を公表した。そして、令和4年3月4日、Y会社臨時株主総会が開催され、①〈ii〉の議案が承認可決された。しかし、本文①〈i〉については、臨時株主総会までに、全員辞任がしたことから、X会社が議案を撤回した。そのため、臨時株主総会には上程されなかった。以上のような経過からも、Y会社の本件第三者割当てには資金調達目的がなく、現経営陣の多数派による会社支配権の維持が目的であったことが裏付けられる。
- (3) 「主要目的ルール」に関する先行研究として、以下のものがある。
- 平成17年会社法制定前のものとして、荒谷裕子「企業防衛手段の法理論的検討－第三者割当増資をめぐる学説の動向－」福岡大学法学論叢36巻1・2・3号(1991年)245頁、四宮章夫＝藤川義人「敵対的株式買収と新株発行」『今中利昭先生還暦記念論文集 現代倒産法・会社法をめぐる諸問題』(民事法研究会、1995年)637頁、洲崎博史「不公正な新株発行とその規制(1)・(2・完)」民商94巻5号(1986年)561頁・94巻6号(1986年)721頁、松井秀征「取締役の新株発行権限(1)・(2・完)」法学協会雑誌114巻4号(1997年)58頁・114巻6号(1997年)89頁、松中学「主要目的ルールの検討(1)・(2・完)」阪大法学57巻6号(2008年)135頁・58巻1号(2008年)87頁、森本滋「新株の発行と株主の地位」法学論叢104巻2号(1978年)1頁、吉本健一「会社支配権争奪と新株発行」家近正直編『現代裁判法体系(17)〈会社法〉』(新日本法規、1999年)395頁などがある。
- また、平成17年会社法制定後のものとして、神田秀樹編『会社法コンメンタール(5)』(商事法務、2013年)101頁【洲崎博史】、清水円香「条文から考える会社法の基本問題 V 不公正な新株発行に係る規律」法教493号(2021年)30頁、増田健一「株式の不公正発行」『実務に効く M&A・組織再編精選』(ジュリ増刊)(有斐閣、2013年)76頁、松中学「主要目的ルール廃止論」吉本健一先生古稀記念論文集『企業金融・資本市場の法規制』(商事法務、2020年)189頁、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てと取締役会の権限－仙台地決平26. 3. 26を素材として－」金法2003号(2014年)30頁、若松亮「主要目的ルールに関する裁判例の検討」判タ1295号(2009年)61頁などがある。
- (4) 金判1296号10頁。「クオオンツ事件決定」に関する先行研究としては、荒達也・ジュリ1397号(2010年)107頁、大塚和成「買収防衛策としての第三者割当増資－東京地決平成20年6月23日の衝撃」金判1296号(2008年)1頁、王子田誠・金判1312号(2009年)23頁、仮屋広郷・ジュリ1376号(2009年)112頁、金田充広・社会科学雑誌3巻(2011年)111頁、中東正文＝大杉謙一＝石綿学『別冊金融・商事法務 M & A 判例の分析と展開Ⅱ』(2010年)142頁【川島いづみ】、楠元純一郎「取締役間の支配権争いと第三者割当て新株発行を差し止めたクオオンツ事件」ビジネス法務9巻11号(2009年)94頁、清水俊彦「不公正発行を理由とする第三者割当て増資の差止めをめぐる判例理論の展開－平成20年6月のクオオンツ事件を中心に－(上)・(下)」金判1309号(2009年)2頁・金判1310号(2009年)8頁、松中学・「会社法判例百選[第4版]」(2021年)96頁、三原園子・関東学院法学18巻3・4号(2009年)291頁、若松亮・判タ1295号(2009年)61頁、森本滋「新株の不公正発行問題の新たな展開」商事法務2174号(2018年)6頁、渡邊弘志「問われる第三者割当増資の合理性 修正された主要目的ルール クオオンツ事件」ビジネス法務9巻1号(2009年)94頁、弥永真生・ジュリ1375号(2009年)59頁などがある。
- (5) 「クオオンツ事件決定」の事実関係と同様の事実関係において、同様の論理構造を採用するものとして、平成19年6月22日さいたま地裁決定(「日本精密事件決定」)(認容)金判1270号55頁、平成25年5月28日東京地裁決定(「ソーシャル・エコロジー1事件原審決定」)(却下)、平成26年12月4日山口地方裁判所宇部支部決定(「アルファックス・フード・システム事件決定」)(認容)金判1458号34頁、平成29年1月6日大阪地方裁判所決定(「デジタルデザイン事件決定」)(認容)がある。

これに対して、「クオンツ事件決定」の事実関係と同様の事実関係ではあるが、この論理構造を用いずに、従来の主要目的ルールに基づいて、仮処分申立てを却下・抗告棄却をしたものとして、平成16年7月30日東京地裁決定（「ベルシステム24事件原決定」）・平成16年8月4日東京高裁決定（「ベルシステム24事件抗告審決定」）がある。

- (6) 判タ23号33頁。
- (7) 増田・前掲注（3）83頁。
- (8) 判タ304号249頁。
- (9) 商事法務175号36頁。先行研究として、徳本穰「東洋精糖事件〈特集／法学部生は知っておきたい！昭和・平成の法律事件1〉」法教349号（2009年）7頁。
- (10) 判時493号53頁。
- (11) 昭和27年9月10日東京地裁判決（「ユタカ商会事件判決」）判タ23号33頁、昭和42年2月23日新潟地裁判決（「小林百貨店事件判決」）判時493号53頁、昭和48年1月31日大阪地裁判決（「第一紡績事件決定」）商事法務407号13頁。
- (12) 前掲注（9）。
- (13) 認容決定として昭和34年8月24日東京地裁決定（「吉田工業事件決定」）商事法務154号24頁があるが、この決定は新株の有利発行が問題となった事案である。
- (14) 「恵美寿織物事件判決」以外に不当な目的の判断基準として、明確に、不当な目的の優越性に言及している裁判例として、東京高裁平成16年8月4日決定（「ベルシステム24事件抗告審決定」）金判1201号4頁、東京高裁平成25年5月31日決定（「ソーシャル・エコロジー1事件」抗告審決定）LEX/DB 文献番号25502707、山口地方支部支部平成26年12月4日決定（「アルファックス・フード・システム事件決定」）金判1458号34頁、大阪地裁令和4年2月9日決定（「日本テレホン事件決定」）がある。
- (15) 三浦治「平成29年1月6日大阪地裁決定（「デジタルデザイン事件決定」評釈）金判1538号7頁注（7）。
- (16) 昭和52年8月30日東京地裁決定（「弥栄工業事件決定」）金判533号22頁、昭和56年3月5日東京地裁判決（「ウイルソン事件決定」）判タ443号144頁、昭和62年11月18日大阪地裁決定（「タクマ事件決定」）判タ678号178頁、昭和63年12月2日東京地裁決定（「宮入バルブ製作所事件決定」）金判822号15頁。
- (17) 王子田・前掲注（4）24頁。
- (18) 王子田・前掲注（4）25頁。
- (19) 判時1317号28頁、判タ704号84頁、商事1190号93頁、金判826号11頁など。
- (20) この部分に関して、資金調達必要性と手段としての新株発行の合理性の立証責任が会社にあることを示したとの評価がある。王子田・前掲注（4）28頁注（6）。
- (21) 高橋英治「第三者割当による新株予約権発行の差止め」『会社法判例百選〔第4版〕』（有斐閣、2021年）199頁（「ニッポン放送事件抗告審決定評釈」）。
- (22) 平成元年9月5日東京地裁決定（「宮入バルブ第2事件決定」）判時1323号48頁、平成2年7月12日大阪地裁決定（「ゼネラル第2事件」）判時1364号104頁、平成6年3月28日東京地裁決定（「ニッポン放送第1事件決定」）判時1496号123頁。
- (23) 平成10年6月11日東京地裁決定（「ネミック・ラムダ事件決定」）資料版商事法務173号193頁。なお、新株の発行価額が「特ニ有利ナル発行価額」に該当し、株主総会の特別決議を経ないで行われた以上、商法280条ノ2第2項に違反し、その発行が仮に差し止められるとされた事例として、平成16年6月1日東京地裁決定（「宮入バルブ製作事件決定」）金判1201号15頁がある。
- (24) 王子田・前掲注（4）24頁・28頁注（3）。
- (25) 判時1874号143頁、金法1733号97頁、金判1201号9頁等。先行研究として、島田邦雄・浅井弘章・

金子由美・中山靖彦・富岡孝幸・商事法務1720号76頁がある。

- (26) この判断枠組みは、上述の「忠実屋・いなげや事件決定」が示した判断基準の前段部分の枠組みが淵源となっている、といわれている。三浦・前掲注(15)7頁注(8)。
- (27) 三浦・前掲注(15)7頁注(9)。
- (28) 金法1733号92頁、金判1201号4頁。「ベルシルテム24事件」の先行研究として、大杉健一「ベルシルテム24事件」「M & A判例の分析と展開」(別冊金融・商事判例)(経済法令研究会、2007年)52頁、鳥山恭一・法セ601号(2005年)122頁、布井千博・金判1209号(2005年)55頁、藤原俊雄・判タ1181号(2005年)124頁、松嶋隆弘・「平成16年度主要民事判例解説」(判タ臨時増刊1184号)154頁、新山雄三・判タ1212号(2006年)67頁、吉本健一「会社法判例百選〔第2版〕」(有斐閣、2011年)198頁、増田健一「実務に効くM & A・組織再編判例精選」(有斐閣、2013年)79~80頁、松中学・「会社法判例百選〔第3版〕」(有斐閣、2016年)200頁、同「会社法判例百選〔第4版〕」(別冊ジュリ)(有斐閣、2021年)196頁等がある。また、「ベルシステム24事件決定」と「ニッポン放送事件決定」を詳細に比較分析するものとして、久保田安彦「支配権争いと不公正発行-ベルシステム24事件およびニッポン放送事件決定を踏まえて-」田中亘=白井正和=久保田修平=内田修平編『論究会社法-会社判例の理論と実務-』(有斐閣、2020年)325頁、戸倉圭太「支配権争いと不公正発行の判断基準-ベルシステム24事件およびニッポン放送事件決定を題材に-」田中亘=白井正和=久保田修平=内田修平編『論究会社法-会社判例の理論と実務-』(有斐閣、2020年)337頁がある。
- (29) 平成16年9月27日大阪地裁決定(「ダイソー事件決定」)金判1204号6頁、平成18年7月26日東京地裁決定(「日本航空事件決定」)資料版商事法務270号257頁、平成18年12月13日大阪地裁決定(「名村造船事件決定」)判時1967号139頁、平成19年6月1日仙台地裁決定(「テーデーエフ事件決定」)金判1270号63頁、平成19年6月4日横浜地裁決定(「自動車部品工業事件決定」)金判1270号67頁。
- (30) 平成19年6月22日さいたま地裁決定(「日本精密事件決定」)金判1270号55頁。
- (31) 吉本・前掲注(28)199頁、松中・前掲注(3)「主要目的の規則の検討(2)」91頁、久保田・前掲注(28)326頁。
- (32) なお、「ベルシステム24事件決定」における事案は、〈a〉発行可能株式総数を超える大量の株式が発行されて引受人が過半数株主になること、〈b〉株主総会の基準日後に新株引受人に総会での議決権行使を認めること、〈c〉資金調達を含む事業計画策定が株主からの何らかのアクションを契機に開始されたことのように、支配目的を推認させる典型的な間接事実が見られる。すなわち、後述の「クオントゥ事件決定」の考え方によれば、支配権維持目的の主要目的性が推認される事案である。しかし、この「ベルシステム24事件決定」は、現経営陣の一部が申立株主の持株比率を低下させて、自らの支配権を維持する意図を有していたとの疑いは容易に否定できなかつつも、業務提携交渉の経緯やその具体的な内容を詳細に認定した上で、不公正発行該当性を否定している。吉本・前掲注(28)199頁。
- (33) この決定は、保全抗告審決定である。判時1899号56頁、判タ1173号125頁、商事法務1728号41頁、金商1214号6頁他。原審決定は平成17年3月11日東京地裁決定(商事法務1726号47頁)、保全異議審決定は平成17年3月16日決定(金判1213号21頁)である。「ニッポン放送事件決定」に関する先行研究は、大杉謙一「ニッポン放送の新株予約権発行をめぐる法的諸問題」金法1733号(2005年)13頁、太田洋「ニッポン放送新株予約権発行差止仮処分申立事件決定とその意義〔上〕・〔下〕」1729号(2005年)24頁・商事法務1730号(2005年)9頁、徳本穰「地裁・高裁の法的判断を検証する-ニッポン放送新株予約権仮処分決定-」ビジネス法務5巻6号(2005年)10頁、高橋・前掲注(21)198頁、藤田友敬「ニッポン放送新株予約権発行差止事件の検討〔上〕・〔下〕」商事法務1745号(2005年)4頁・商事法務1746号(2005年)4頁などがある。
- (34) 「ニッポン放送事件決定原審決定」以前には、平成16年6月1日高知地裁決定(イチヤ事件原審

決定) (認容) 資料版商事法務251号216頁・平成16年7月8日高知地裁決定(「イチヤ事件異議審決定」)(一部認容、一部却下) 資料版商事法務251号220頁・平成16年8月23日高松高裁決定(「イチヤ事件抗告審決定」)(棄却) 資料版商事法務251号226頁がある。

また、「ニッポン放送事件抗告審決定」以後、新株予約権が問題となった事例は4件ある。平成19年6月28日東京地裁決定(「ブルドック事件原審決定」)(差別的行使条件付新株予約権の割当に関する事件)(却下) 金判1270号12頁・平成19年7月9日東京高裁決定(「ブルドック事件抗告審決定」)(棄却) 金判1271号17頁・平成19年8月7日最高裁決定(「ブルドック事件最高裁決定」)(抗告棄却) 民集61巻5号2215頁、平成19年11月12日東京地裁決定(「オートボックス事件決定」)(新株予約権付社債に関する事件)(却下) 金判1281号52頁、平成20年11月19日名古屋地裁決定(「丸八証券事件決定」)(新株予約権付社債に関する事件)(却下) 金判1309号20頁、平成30年9月20日東京地裁判決(「大王製紙事件原審判決」)(新株予約権付社債に関する損害賠償請求事件)(棄却) 金判1554号40頁・令和元年7月17日東京高裁判決(「大王製紙事件控訴審判決」)(控訴棄却) 金判1578号18頁・令和2年12月24日最高裁判決(「大王製紙事件最高裁判決」)(上告不受理)がある。特殊な事案であることから、本稿では検討しない。今後の研究課題としたい。

(35) 藤田・前掲注(33)(上)8頁。

(36) 高橋・前掲注(33)198頁。いわゆる「機関権限分配秩序論」について、川濱昇「株式会社の支配権争奪と取締役の行動の規制(3・完)」民商95巻4号(1987年)491頁、森本・前掲注(3)「新株の発行と株主の地位」17頁参照。他の学説について、荒谷・前掲注(3)249頁以下、王子田・前掲注(4)26~27頁、藤原・前掲注(28)129~130頁、布井・前掲注(28)58~59頁、吉本・前掲注(3)397~398頁等参照。

なお、藤田友敬教授は、「ニッポン放送事件決定」に関して、「主要目的ルール」と「機関権限分配秩序論」との関係について、「機関権限の分配秩序という考え方は、主要目的ルールと並ぶ『説』として整理されることがある。…そういう理解からは、保全異議決定・保全抗告決定は、ある説を対立する別の説で基礎づけようとするもので、理解しがたいということになろう。あるいは学説にいう『機関権限の分配秩序』とは異なった『説』を採用していると理解することになるかもしれない。」とした上で、「しかしそもそも機関権限の分配秩序という考え方は、取締役会の新株発行権限の範囲を考える基本的な視点であって、不公正発行に当たるか否かの具体的基準である主要目的ルールとは次元の異なるものではないかと思われる。たとえば、機関権限の分配秩序という考え方をとる代表的な論者と目される洲崎教授は、一方で『基本的に主要目的理論が適当であろう』とされている。」と述べている。前掲注(33)(下)10~11頁注(24)。藤田教授が主張されるように、「主要目的ルール」と「機関権限分配秩序論」とは次元の異なるものと考えべきであり、洲崎教授の主張されるように、「機関権限分配秩序論」と「主要目的ルール」の融合は可能であると考えられる。

(37) 高橋・前掲注(33)198頁。

(38) 金判1516号51頁。先行研究として、三浦・前掲注(15)2頁がある。

(39) 金判1270号55頁。先行研究として、島山恭一・金判1287号(2008年)20頁がある。

(40) 清水・前掲注(4)(上)9~10頁。

(41) 島山恭一教授は、「クオンツ事件決定」が踏襲したと評されている「日本精密事件決定」に関連して、「実際、一定の日に株主名簿に記載されている者に株主としての権利行使を認めるという基準日の制度の趣旨に照らすと、基準日後に株主名簿に記載された者による権利行使をそれにもかかわらず認めるためには、そうした扱いが正当化されるだけの理由が本来やはり必要であると考えられる…。本決定は、…現在の判例法理である『主要目的ルール』…のもとでも、会社支配権の争奪がある場面において、総会基準日後になされる第三者割当増資による新株主にも現行会社法124条4項の規定にもとづいて株主総会において議決権を行使させようとする場合には…、その新株発行は

やはり『不公正発行』にあたるものと判断されやすいことを示しているともみることができるようと思われる。」と述べている（下線は、筆者による）。前掲注（39）24頁。また、江頭憲治郎教授は、一般論として、「株主総会において会社支配権の争奪が生ずると予想される場合に、取締役会の多数が自派に第三者割当ての方法による新株発行を行った上で議決権の行使を認めることも、違法になる可能性がある。」と主張している（下線は、筆者による）。『会社法〈第8版〉』（有斐閣、2021年）219頁。

- (42) 王子田・前掲注（4）26頁。同旨、渡邊・前掲注（4）20頁。なお、渡邊弁護士は、本文の見解に続けて、「したがって、会社の支配権について争いがあるにもかかわらず、総会基準日後に第三者割当増資により新株を発行する必要がある場合には、新株発行の差止めリスクを避けるために、特に当該第三者割当増資による新株主に議決権を認めることについて、極めて慎重に検討する必要がある。」と述べている（下線は、筆者による）。
- (43) 楠元・前掲注（4）98頁。
- (44) 三浦・前掲注（15）5頁。なお、平成29年1月6日大阪地裁決定（「デジタルデザイン事件決定」）は、「合理化するに足りる特段の事情がない限り、現取締役等の経営権維持を目的とするものであり、株主構成の変更自体を主要な目的とする不公正発行に該当するものと推認できる」としている。金判1516号51頁。三浦教授は、『推認できる』の意味も厳密には不明であるが、210条2号や247条2号は、『著しく不公正な方法により行われる』ことを差止請求権者が立証（疎明）するように求めている規定だと解される。『経営権争奪の局面』にせよ『利益相反状況下』にせよ、一定の事実を立証したら『株主構成の変更自体を主要な目的とする』発行であることについて立証責任を転換することは、解釈論としては難しいのではないかと、『主要目的が何であるかを決定するに当たっては会社側に主張・立証上の負担を相応に負わせるべき』こととなるといった程度に捉えるのが妥当であろう。」と述べている（下線は、筆者による）。
- (45) 立証責任の分配に関する基本的な考え方として、松井・前掲注（3）「（2・完）」136～137頁参照。
- (46) 楠元・前掲注（4）98頁。同旨、金田・前掲注（4）122頁。
- (47) 荒・前掲注（4）109～110頁。
- (48) 荒准教授は、本文の主張に続けて、「これは、債権者側の立証負担という観点からは、主張、立証の負担の分配について言及しない従来の多くの裁判例と、新株発行が特定の株主の持株比率を著しく低下させることを認識して行われた場合には、それを正当化させるだけの合理的な理由がない限り、不公正発行に該当する旨を言う忠実屋・いなげや事件…の判示との間に位置付けられる。」と述べている（下線は、筆者による）。前掲注（4）109頁。
- (49) 川島・前掲注（4）143～144頁。
- (50) 弥永・前掲注（4）59頁。
- (51) 本文の括弧書きの中に「東京地決平成元・9・5」は「宮入バルブ事件決定」、「東京地決平成16・7・30」は「ベルシステム24事件原審決定」、そして、「東京高決平成16・8・4」は「ベルシステム24事件抗告審決定」である。
- (52) 川島・前掲注（4）143頁。
- (53) 平成20年6月26日千葉地裁松戸支部決定（「昭和ゴム事件決定」）（却下）資料版商事法務293号238頁、平成20年11月11日札幌地裁決定（「オープンループ2事件決定」）（却下）金判1307号44頁、平成21年3月27日東京地裁（「NowLoading事件原審決定」）（却下）金判1338号57頁、平成21年3月30日東京高裁決定（「NowLoading事件抗告審決定」）（棄却）金判1338号50頁、平成21年11月30日東京地裁決定（「日本ハウズイング事件原審決定」）（却下）金判1338号45頁、平成21年12月1日東京高裁決定（「日本ハウズイング事件抗告審決定」）（棄却）金判1338号40頁、平成24年7月9日東京地裁決定（「ダイヤ通商事件原審決定」）金判1400号45頁、平成24年7月12日東京高裁（「ダイヤ通商

- 事件抗告審決定」(棄却) 金判1400号52頁、平成25年5月28日東京地裁決定(「ソーシャル・エコロジー1事件原審決定」) LEX/DB【文献番号】25502706、平成25年5月31日東京高裁決定(「ソーシャル・エコロジー1事件抗告審決定」)(棄却) LEX/DB【文献番号】25502707、平成26年3月26日仙台地裁決定(「京王ズホールディングス事件決定」)(却下) 金判1441号57頁、平成26年5月27日東京地裁決定(「ソーシャル・エコロジー2事件原審決定」)(却下) 金法2003号151頁、平成26年5月29日東京高裁決定(「ソーシャル・エコロジー2事件抗告審決定」)(棄却) LEX/DB【文献番号】25504116、令和4年2月9日大阪地裁決定(「日本テレホン事件原審決定」)(却下) 金判1650号39頁、令和4年2月10日大阪高裁決定(「日本テレホン事件抗告審決定」)(棄却) 金判1650号34頁。
- (54) 平成26年12月4日山口地裁宇部支部決定(「アルファックス・フード・システム事件決定」) 金判1458号34頁、平成29年1月6日大阪地裁決定(「デジタルデザイン事件決定」) 金判1516号51頁、平成30年3月28日京都地裁(「アマタホールディングス事件決定」) 金判1541号51頁。
- (55) 松井・前掲注(3)「(2・完)」136~137頁。
- (56) 松井教授は、引用文について注を付して「具体的には、①当該新株発行が取締役の支配権を確立するという不当な目的でなされていること、②会社の主張する他の正当な目的(裁判例の一般論によればほぼ資金調達目的)に比して①の目的が優越していることを主張立証することになる。」と述べている(下線は、筆者による)。前掲注(3)141頁注(40)。
- (57) 洲崎・前掲注(3)書122~123頁。同旨、三浦・前掲注(15)5頁。
- (58) 森本・前掲注(4)論文7~8頁。
- (59) 洲崎・前掲注(3)書122頁、三浦・前掲注(15)5頁。
- (60) 大塚和成弁護士は、「ベルシステム24事件決定」に関して、「この決定は、請求株主に、現経営陣に不正目的があることだけでなく、不正目的が正当目的に優越することまで、厳密に立証させようとするものである。」と述べている。そして、「日本精密事件決定」に関して、「この決定は、主要目的ルールを前提としつつも、会社支配権の争いがある中で基準日後に大量の第三者割当て増資がなされ、当該割当先に総会議決権を与えとの事情がある場合においては、『特段の資金調達の必要性が認められない限り、現在の経営陣が自らの支配権を確保することを主要な目的と…するものというべきである』と判示した。これによると、『優越』性に係る請求株主の立証負担は格段に減る。」と述べている(下線は、筆者による)前掲注(4)1頁。
- (61) 三浦・前掲注(15)5頁。
- (62) 洲崎・前掲注(3)「(2・完)」726~728頁。なお、洲崎教授は、「もっとも、新株発行のプロセスの審査も、既にある程度の期間に渡って株主間の対立があったという場合にはあまり有効ではない。この場合、株主は、取締役の支配目的を推認させるような種々の事実(当該新株発行の事業上の必要性が疑わしいとか、割当先に対し新株を引受けてくれるよう、また引受けたのち現経営陣のため議決権を行使してくれよう懇請していたとか、あるいは反対派株主の支配権取得を妨げるために取引先に防戦買いを求める、金融機関に反対派株主への融資をしないよう求める等の新株発行以外の種々の対抗措置を講じていたなど)の立証を積み重ねることにより、裁判官が、新株発行の主たる目的が支配維持であるとの心証を形成してくれるよう努力するほかない。株主がこれらの会社内部の情報を入手することは一般に容易ではないから、支配目的の認定を得ることも困難となろう。名目は資本提携でその実体が安定株主工作であるような新株発行も多々あるかもしれないが、新株引受権を法定しない現行法の下では、資本提携が必要か否かを判断する権限及びある程度の裁量を取締役会が有すると解さざるを得ず、…新株発行のプロセスが合理性を欠く、あるいはその他取締役の支配目的を推認させるような事情が特に存するという場合を除き、当該資本提携が事実上必要であるとの取締役の経営判断が事実上優先することになっても仕方がないと思われる。」と述べている(下線は、筆者による)。同728~729頁。
- (63) 三浦・前掲注(15)4頁。

- (64) 神田秀樹教授は、「経営支配権争いがある場合において、株主総会の議決権行使の基準日後・総会前に新株発行が行われて会社が総会でその新株発行の割当先に議決権行使を認めた（124IV本文参照）ときに、支配権維持を主要目的とする新株発行と推認する〔事実上の推定〕というのが、現在における主要目的のルール¹の運用であると見受けられる。」と述べている（下線は、筆者による）。『会社法〔第23版〕』（弘文堂、2021年）164頁。
- (65) 田中亘『会社法〔第3版〕』（東京大学出版会、2021年）521～522頁。
- (66) 本文の括弧書きの中において、「東京地決平成20・6・23」は「クオンツ事件決定」、「大阪地決平成29・1・6」は「デジタルデザイン事件決定」、「東京高決平成16・8・4」は「ベルシステム24事件抗告審決定」、そして、「仙台地決平成26・3・26」は「京王ズホールディング事件決定」金判1441号57頁である。
- (67) LEX/DB【文献番号25591680】。抗告審決定として、令和4年2月10日大阪高裁決定（抗告棄却）LEX/DB【文献番号25591681】。
- (68) 本論稿は、中京大学法務研究所・共同研究プロジェクト「会社法判例研究」主催による「第11回名古屋会社法判例研究会」において報告した内容を書き改めたものである。

