琉球大学学術リポジトリ

日本版ESOPに対する新株発行：東京高裁平成24年7月12日決定(平成24年(ラ)第1457号:新株発行差止仮処分命令申立却下決定に対する抗告事件)(金判1400号52頁、資料版商事法務341号27頁、金法1969号88頁)

メタデータ	言語:
	出版者: 琉球大学法文学部・大学院法務研究科
	公開日: 2015-08-14
	キーワード (Ja):
	キーワード (En):
	作成者: 内栫, 博信, Uchigaki, Hironobu
	メールアドレス:
	所属:
URL	http://hdl.handle.net/20.500.12000/31475

日本版 ESOP に対する新株発行

東京高裁平成 24 年 7 月 12 日決定
（平成 24 年（ラ）第 1457 号：新株発行差止仮処分命令申立却下決定に対する抗告事件）
（金判 1400 号 52 頁、資料版商事法務 341 号 27 頁、金法 1969 号 88 頁）

内 栫 博 信

【事実の概要】

Y（債務者・相手方）は、石油製品の販売、自転車の製造販売等を目的とし、JASDAQ 市場に株式を上場している株式会社であり、取締役会および監査役会を設置している。平成 24 年 6 月 15 日当時の Y の発行済株式総数は 755 万 2000 株、総株主の議決権数は 7490 個であった。

X（債権者・抗告人）は、本件申立て当時、Y の株式を 158 万 4400 株（議決権数 1584 個、総株主の議決権数に占める割合 21.14%）を有する筆頭株主であり、昭和 57 年 6 月 29 日から Y の代表取締役を務めたが、他業種との競争の激化による収益の落ち込み等による経営不振の責任をとり、平成 22 年 1 月 31 日に取締役および代表取締役を辞任した。その後、X は Y の相談役となり取締役会に出席している。

X の退任後、平成 17 年 6 月 29 日以降 Y の取締役を務めていた補助参加人 Z_1 が、平成 22 年 2 月 1 日より Y の代表取締役に就任した。Z_1 は、平成 23 年 6 月下旬ころ、Y の顧問弁護士に対し従業員のインセンティブになるような制度の導入について相談したところ、株価上昇によって従業員にメリットが生じ、会社の業績向上等に向けて従業員の意欲や士気を高める効果が期待される報酬制度として、いわゆる日本版 ESOP の提案を受け、平成 23 年 6 月下旬頃から弁護士や公認会計士を交えた導入に向け検討を開始した。同年 11 月には信用金庫である S から制度の導入に必要となる融資を受けることがほぼ可能な状態となり、Y の従業員持株会に対し、Y 株式を継続的かつ安定的に供給する

一般社団法人である参加人従業員持株支援会 Z_2 の設立に係る定款案が作成されるなど、設立登記の申請に必要な書類の準備等がなされた。同年12月頃には、Y、持株会および Z_2 の3者間のESOPに係る協定書案が作成され、従業員持株会規約等の改正案が作成されるなど、Yが導入するESOPの内容が確定し、その導入に向けた準備が整った（以下、これを「本件スキーム」という）。Z_2 の理事は、本件スキーム導入の際に紹介を受けた公認会計士であり、それまで Z_1 と面識はなかった。Z_1 は、本件スキームの検討を、常勤取締役であるA取締役およびYの従業員の一部のみとの間で行い、B取締役や監査役らには、その検討内容を伝えることはしなかった。

本件スキームの具体的内容は次のとおりであり、いわゆる日本版ESOPとして普及しているものと同内容のものである。

（ア）資金関係および残余財産分配方法等

①Yは、SPV（Special Purpose Vehicle：特別目的事業体）である Z_2 に対して、100万円の基金を拠出する。②Z_2 はSから金銭を借り入れ、Yは当該金銭返還債務について連帯保証をする。③Yは、Z_2 を割当先とする新株発行を行う。発行する株式数は、今後、持株会で必要となる株式の約10年分相当とする。④Yの従業員は、Yから給付される福利厚生費と自己資金を原資として、持株会に対し毎月合計23万5000円の払込みをする。⑤持株会は、④の払込金を原資として、Z_2 から毎月一定額分の株式をその時々の時価で買い付ける。この結果、Yの株価が上昇すると、Z_2 から持株会に対し譲渡される株式数は減少することとなる。⑥Z_2 は、⑤の譲渡代金を原資として、毎月、Sに対して借入金の返済を行う。⑦Z_2 が解散した場合、債務を完済した後の残余財産は持株会に帰属する。従業員に対する具体的な分配方法等については、持株会の理事会で定める。

（イ）Z_2 が保有するY株式の議決権の行使方法（ESOPに係る協定書および従業員持株会規約の定め）

①Z_2 は、Yの株式に係る議決権を行使する場合、持株会の議決権行使結果を比例的に実現する態様において行使する。②持株会保有の株式に係る議決権は同会の理事長が行使するが、会員である従業員は、その持分に相当する株式に

係る議決権の行使につき、理事長に対し特別の指示を与えることができる。理事長は、上記指示内容について秘密として保持し、会社、会社関係者およびその他第三者に漏洩してはならない。③Y およびその役員は、持株会および Z_2 による議決権等の行使に係る意思決定を行う法的権限を有しないし、事実上もこれを行うことはできないため、他の一般株主に対する情報提供の範囲を越えて影響力を行使することはできない。

Z_1 は、平成 24 年 1 月頃までには本件スキーム導入準備を整えたが、当時 Y の株価が高値で推移しており導入のメリットが減殺されるため、株価下落までその導入を見送ることとした。

平成 24 年 2 月当時の Y の監査役は、常勤監査役である C、D および X の娘婿である E の 3 名であったところ、Z_1 は、同月 16 日の取締役会において、同年 6 月に開催予定の定時株主総会（以下「本件定時総会」という）で任期満了となる C に対し、世代交代のため退任するよう促した。

Y の監査役会は、Z_1 の上記表明を受け、平成 24 年 2 月 28 日、Z_1 に対し上記 Z_1 の提案には同意しないこと、本件定時総会に提出する監査役候補者を現監査役 3 名とすることを請求する旨を通知した。

Y の取締役会は、平成 24 年 4 月当時、代表取締役の Z_1、常務取締役の A および社外取締役である B の 3 名で構成されていたが、Z_1 が A と結託して第三者割当増資を実施するなどして会社支配権を奪取するのではないかと危惧した X は、Z_1 を牽制するため、同月 7 日、本件定時総会の議題・議案に関し、取締役 1 名を増員し E を当該取締役候補として、X の弟である F を後任の社外監査役とする内容の株主提案を行った。これを踏まえ、Z_1 と X が協議した結果、同月 17 日に開催された取締役会において、X の株主提案と同内容の会社提案を本件定時総会に上程することが決議されたため、X は上記株主提案を撤回した。

ところが、Z_1 は、平成 24 年 4 月下旬頃、Y の内部監査室の報告に基づき、①E の行った Y 株式の売却がインサイダー取引を未然に防止するために定めた Y の内部者取引管理規程等に抵触する疑いがあること、②E の行った取引の仲介行為が Y の取引の機会を奪うものとして善管注意義務違反に該当する疑

いのあること、③これらについての監査役会による調査結果を踏まえてもなお事実関係の調査の必要があることを理由に、Eを取締役の候補者として提案することは好ましくないとして、同年5月14日、Xに対しEに代わる取締役候補者の推薦を依頼した。しかしながら、Xがこれに応じなかったため、Z_1は、やむを得ず、Eを取締役候補者とする会社提案を維持することとした。

Z_1は、平成24年6月ころ、Yの株価が下落し、本件スキームを導入する環境が整ったと考えたことから、同月13日の取締役会において、発行新株数を69万株、1株当たりの払込金額を72円、払込期日を平成24年7月2日とする本件スキームの導入を提案した。これに対し、Bおよび監査役らが、本件スキームは経営陣の保身ではないかなどとしてこれに強硬に反対したことから、Z_1は、同日の取締役会における採決を見送った。Yの取締役および監査役らは、同月15日にも再度本件スキームの導入について協議したが、やはりBおよび監査役らはこれに強く反対した。

Yの監査役3名は、平成24年6月19日付けで、Z_1に対し、本件スキームの導入による新株発行は、現経営陣による支配権奪取を目的としたものといわざるを得ず、これが強行された場合には監査役として新株発行差止めの仮処分を申し立てる予定である旨を通知した。これに対し、Z_1は、同月22日、新株発行に係る強行採決をするつもりはないと表明しつつ、本件スキームの意義について説明をし、説明が不十分であればより詳細な説明をする用意があるとして、本件スキームの導入に理解を求める内容の通知をした。Z_1のかかる通知に対して、監査役らは、同月26日、改めて、本件スキームに係る新株の発行が、Z_1ないし現経営陣によるYの支配権奪取を目的としたものであるとの認識等を示した上で、新株発行に係る強行採決をしないよう求める内容の通知をした。

Z_1は、本件定時総会の前日である平成24年6月27日に開催された取締役会において、Bと監査役らの反対があったものの、Aの賛成を得て、Eを取締役候補者とする会社提案を撤回することを決議するとともに、発行新株数を67万株、1株当たりの払込金額を74円、払込期日を同年7月13日とする本件新株発行に係る本件取締役会決議をした。

平成24年3月31日当時のXの持株比率は20.98%であり、また、持株会

はY株式を3万4000株保有しており、持株比率は約0.45%にすぎなかった。一方、本件新株発行後の持株比率は、X19.25%、Z_2が8.14%（なお、これに同年3月31日当時の持株会の持株数3万4000株を併せた持株比率は8.56%となる。）であり持株比率は2位となる。

なお、平成24年6月28日の本件定時総会における出席株主の議決権総数は、委任状によるものも含めて5317個であり、出席したXは、委任状によるものも含めて過半数を超える2984個の議決権を有する状況であった。

そこで、Xが本件新株発行は、会社法210条に定める著しく不公正な方法によるものであるとして、Y に対し本件新株発行を仮に差し止めるよう求めた。さらに、Z_2が、本手続の結果によりその権利が害されると主張し、独立当事者参加人としてYに対し本件新株発行を仮にするよう求める旨申し立てたほか、Z_1がYのために補助参加（共同訴訟的補助参加）をした。

原審（東京地決平24･7･9金判1400号45頁）は、「会社法210条が規定する『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、会社の経営支配権につき争いがある中で、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、当該新株の発行が既存の株主の持株比率を低下させて現経営陣の会社支配権の維持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というべきである。

本件について検討すると……少なくとも同年4月頃以降、Yの役員構成をめぐってXとZ_1との間に対立があったことが認められる。

また、本件新株発行は、Xの持株比率を20.98%から19.25%へと1.73%低下させるものにすぎないが、Xに次ぐ第2位の大株主としてZ_2を出現させ、これまで3万4000株（持株比率約0.45%）程度しか保有していなかった持株会にその議決権を行使させるものである上、本件定時総会について見ると、出席株主の議決権総数5317個のうち、Xが委任状によるものも含めその過半数を超える2984個の議決権を有していたところ、本件新株発行により増加する670個の議決権を加算すると、Xの議決権は過半数に10個不足することにな

ることからすれば、本件新株発行は、XがYの株主総会において過半数を占めるに当たって一定の障害になり得るものであることが認められる。

以上によれば、本件新株発行は、Yの経営支配権につき争いがある中で、従来の株主の持株比率に影響を及ぼすような数の新株が発行され、これが第三者に割り当てられる場合であると認められる。

しかしながら、本件新株発行を含む本件スキームは、X と Z_1 との間の確執が表面化する前である平成23年6月頃から弁護士や公認会計士を交えた検討が重ねられ、平成24年1月頃までにはその導入のための準備が整っていたというのであるから、本件スキーム自体が、Xの影響力を低下させることを目的として導入されたと見ることはできない。そして、本件スキームは、Yから独立性を有する Z_2 が株式を一括して取得し、その議決権を従業員の意思決定にかからしめ、Z_2 の解散時にはその残余財産を持株会ひいては従業員に帰属させるというものであるが、議決権の行使に会社経営陣の不当な支配が及ばないような配慮もされているなど、経産省の検討会の報告書の内容におおむね沿ったものとなっており、株価及び業績向上への従業員の意欲や士気の向上並びに従業員を通じたコーポレート・ガバナンスの向上等を図るという導入目的に適合するものである。また、本件取締役会決議がされた同年6月当時のYの株価が比較的低い水準にあったことからすれば、その時点において本件スキームを導入することには、一定の合理性があったと認められる。そうすると、本件スキームは、……Yにおいて、株価及び業績向上に向けた従業員の意欲や士気を高めること並びに従業員を通じたコーポレート・ガバナンスの向上を図ること等を目的として導入されたものと認めるのが相当である。

……そうすると、本件新株発行は、XのYに対する影響力を低下させるものではあるが、これに決定的な打撃を与えるものであるとまでは認められず、これによりXが受ける不利益が重大であるとまではいえない。……本件新株発行が、一面では、Xの影響力を低下させることを認識しつつ行われたことが否定できないとしても、これを主要な目的として行われたと認めることはできない。

……以上によれば、本件については、会社の経営支配権に争いのある状況

の下で、Xの持株比率に一定の不利益を与える新株発行が行われるものの、本件新株発行がXの影響力を低下させることを主要な目的として行われたものであることの疎明があるとはいえないから、Xの本件申立ては理由がない。

また、そうすると、Z_2が本件新株発行に応じて払込みをし、株式を引き受けることに何ら法的な障害はないというべきであるから、Z_2の本件申立てについては、保全の必要性がないことが明らかである。」

以上のように述べ、XおよびZ_2の申立を却下したため、Xが抗告した。

【決定要旨】

抗告棄却。

原審の決定を引用した後に、「Xは、①Z_1は、平成23年6月ころから、Xの影響力排除のために本件スキームの導入を考え、平成24年6月13日の取締役会で十分な説明もなく強行採決しようとした、②持株会理事長の議決権は、Z_1の意のままに行使されるのが通常であり、解散時期の定めのないZ_1が存続し続け、追加の第三者割当増資が存する限り、従業員は株価の上昇等による恩恵を被ることはないから、本件スキームは従業員のインセンティブを高める目的で導入されたものとはいえない、③Z_1に割り当てられる株式数が他のESOPスキームに比べて異常に多く、本件新株発行はZ_1の支配権確保のために行われたものである旨主張する。

しかし、既に認定したとおり、本件スキームの検討は、平成23年6月ころから始められ、弁護士、公認会計士等と協議し、経済産業省の検討会報告書を参考にしつつ検討が進められ、その導入は、従業員の意欲や士気を高めること、従業員を通じたコーポレート・ガバナンスの向上を図ることを主たる目的とされたことが認められる。一件記録を精査しても、Z_1がXの影響力を排除するために本件検討を開始したことを認めるに足りる証拠はない。また、本件スキームは、経済産業省の検討会報告書の内容におおむね沿って作られたものと認

められ、議決権の行使に会社経営陣の不当な支配が及ばないよう協定条項が定められる等の配慮がされ、Z_2の解散時期についても検討されるなど、導入目的に適合した制度設計がされているものというべきである。一件記録によれば、Z_2に割り当てられる株式数は比較的多いことが認められるが、他の同種スキームの株式数、総株式数比率等と径庭のない水準にあるものといえる。

これらの点に関する抗告人の主張は理由がない。」

「Xは、XとZ$_1$の支配権を巡る抗争が株主の注目を集め、株主総会に出席する株主が増加し、また、Z$_1$が株主に働きかけて委任状を取得することが想定されるので、今後の株主総会ではXの出席株主の議決権総数の過半数の確保が困難となるなど、本件新株発行による持株比率の低下の影響を受ける旨主張する。

しかし、上記のとおり、本件新株発行によるY株主間の保有比率等の変動は著しいものとはいえないから、Xの主張するような多大な影響を直ちに生じるものとは認め難く、Yにおける株主の分布、保有比率等に照らすと、Xが今後の株主総会において状況に応じて過半数を確保することが著しく困難になるということはできない。」

「Xは、Yにおいて本件新株発行には資金調達の必要性がない旨主張する。

しかし、……Yは、平成24年度中（平成25年3月末まで）に経営するサイクルショップを3店舗出店する予定であり、平成24年3月19日には第1号店の出店計画が稟議にかけられ、決裁が終了しており、本件新株発行に伴う調達資金は、この資金需要に応じるものであることが認められるというべきである。」

【評釈】[1]

決定に反対。

1. 本判決の意義

本決定は、Y の筆頭株主である X が、Y の第三者割当による本件新株発行は会社法 210 条に定める著しく不公正な方法によるものであるとして、Y に対して本件新株発行を仮に差止めることを請求した事案である。すなわち、割当先としていわゆる日本版 ESOP における SPV に第三者割当が計画されていたため、割当により従業員持株会による議決権行使に通じて代表取締役 Z_1 による Y の経営支配の可能性を X がおそれたため、それを阻止するべくこのような請求をしたものと考えられる[2]。

また、本決定は、日本版 ESOP 導入を目的とする新株発行が不公正にあたるか否かにつき裁判所による初めての判断であり[3]、先例を与えたという点で非常に意義のある決定といえよう[4]。そして、新株発行の目的が資金調達というよりはむしろ「株価上昇によって従業員にメリットが生じ、会社の業績向上等に向けて従業員の意欲や士気を高める効果」を目的とすることをいわゆる主要目的として認めているとも考えられるため、その点でも注目すべき決定と思われる[5][6]。

---

[1] 本件評釈として、和田宗久「判批」金融・商事判例 1415 号（2013 年）2 頁、白井正和「判批」ジュリスト 1453 号（2013 年）97 頁、藤原俊雄「判批」速報判例解説（法学セミナー増刊）13 号（2013 年）113 頁、岡本智英子「判批」法と政治 64 巻 5 号（2014 年）37 頁、弥永真生「判批」ジュリスト 1447 号（2012 年）2 頁、潘阿憲「判批」ビジネス法務 13 巻 8 号（2013 年）148 頁、瀬谷ゆり子「判批」桃山法学 22 号（2013 年）91 頁、髙原達広＝宮下央「判批」金融法務事情 1985 号（2014 年）96 頁がある。また本件原審（東京地決平 24･7･9 金判 1400 号 45 頁）評釈として、河津博史「判批」銀行法務 21 751 号（2012 年）62 頁がある。

[2] 久保・前掲注（1）8 頁。

[3] 岡本・前掲注（1）42 頁、潘・前掲注（1）150 頁。

[4] 白井・前掲注（1）98 頁、藤原・前掲注（1）13 号 115 頁、弥永・前掲注（1）3 頁、久保・前掲注（1）9 頁、瀬谷・前掲注（1）94 頁。

[5] 岡本・前掲注（1）42 頁、藤原・前掲注（1）116 頁、久保・前掲注（1）11 頁、和田・

2. 日本版 ESOP

日本版 ESOP[7]とは、信託等のビークル[8]が金融機関からの借入れや会社による拠出金によって自社株式を取得し、その後ビークルから従業員に自社株式を付与するスキームであり、米国における確定拠出型企業年金制度である ESOP（Employee Stock Ownership Plan：従業員持株所有制度）を参考に我が国における法体系の範疇で考案されたものである。2008 年 11 月には、経済産業省に設置された「新たな自社株式保有スキーム検討会」から「新たな自社株式保有スキーム検討会報告書[9]（以下、経済産業省検討会報告書という）」が公表され導入に向けたガイドラインを示し、近年、上場企業を中心に導入が進んでいる。

日本版 ESOP のスキームとしては、従業員持株制度をもとに考案された従

前掲注（1）8 頁、潘・前掲注（1）150 頁。

[6] さらに、本決定においては、Y が取締役会および監査役会設置会社であるため、Y の取締役であった X が Y に対して訴えを提起している関係上、平成 26 年改正前会社法 386 条 1 項（平成 26 年改正会社法（平成 26 年 6 月 27 日法律第 90 号）より、当該内容は 386 条 1 項 1 号に規定される）により監査役が会社を代表することになる。しかしながら、本件においては監査役らが X の主張を争わなかったことから馴合訴訟の可能性が高かったという事情があったことにより、第三者割当を受ける Z_2 が本手続の結果によっては自己の権利が害されるとし独立当事者参加をし、また Z_1 が Y のために補助参加をして訴訟活動を行ったという経緯がある。本件のように、監査役が会社を代表する場合に、元取締役の主張を争わないという事態にいかに対応すべきかいう問題を考慮する上でも、本決定は注目されるものである（河津博史・前掲注（1）62 頁、白井・前掲注（1）98 頁、久保寛展・前掲注（1）8~9 頁）。

[7] 日本版 ESOP のスキーム等の詳細については、新谷勝『日本版 ESOP の法務』（税務法務協会、2011 年）、渡部潔『日本版 ESOP 入門-スキーム別解説と潜在的リスク分析』（中央経済社、2009 年）、石田眞「「日本版 ESOP」と米国の ESOP との構造比較－制度設計の違いを中心に－」富大経済論集 55 巻 3 号（2010 年）251 頁以下、拙稿「日本版 ESOP における会社法上の論点に関する一考察（1）」琉大法学第 90 号（2013 年）225 頁以下参照。

[8] ビークルとは、「委託者企業と切り離した特定の目的を達成するための独自の組織のこと」である（渡部・前掲注（7）40 頁）。

[9] available at
http://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/keizaihousei/esop_houkoku.pdf

業員持株会発展型スキームと米国における ESOP に類似する株式給付型スキームに分類される。当初は、従業員持株会発展型スキームを中心として企業に導入されてきたが、最近は株式給付型スキームの企業への導入も進みつつある。

従業員持株会発展型は、用いるビークルによって信託型と一般社団法人型に分類されるが、ほとんど信託型が利用されている。従業員持株会発展型スキームの概要については、導入企業が設定したビークルが金融機関から金銭を借入れ、それを原資として導入企業または市場より必要な数の導入企業の株式を取得する。その後、ビークルは従業員持株会に時価で導入企業株式を定期的に売却し、その売却代金をもって借入金の返済を行うというものである。あらかじめ設定した期間が終了後、借入金が残存していた場合には、ビークルが借入時に締結した保証契約に基づいて導入企業が借入金を返済する。ビークルに残余財産がある場合は、信託型の場合には従業員持株会会員たる従業員に、また一般社団法人型の場合には導入企業に分配されるため[10]、一般的に信託型の方が残余財産の分配がなされるため従業員にとりメリットがあることになろう。また、信託型は、信託期間中に株価が上昇すれば、信託期間終了時にビークル（信託）に株式が残存し、その株式売却益を従業員持株会たる従業員に分配するため、株価上昇のインセンティブが生じる。したがって従業員の勤労意欲向上のインセンティブ制度としては信託型が優れていると解される。

株式給付型スキームは取得条項付新株予約権利用型と直接負担型に分類されるが、ほとんど直接負担型が利用されている。直接負担型は、導入企業が、適用対象者を選定するための株式給付規定を制定する。そして信託を設定し、株式給付規定に基づき株式取得に必要な金銭を導入企業が拠出する。信託はそれを原資として導入企業または市場より導入企業株式を取得し、給付時期到達後に従業員対して株式を交付するというものである。株式給付型においても株式交付時に株価が上昇すれば従業員はメリットが大きい。したがって本スキー

---

10 一般社団法人型においては、ビークル（SPV）を営業者、導入企業を匿名組合員とする匿名組合契約（商法 538 条）を締結するため、契約期間終了後には、営業者であるビークルは匿名組合員である導入企業に出資額として残余財産を返還する必要性が生じるためである（商法 542 条）（藤瀬裕司ほか「シンセティック ESOP の概要とその可能性」商事法務 1734 号（2005 年）18 頁）。

ムも従業員の勤労意欲向上のインセンティブ制度としては優れた制度であろう。

日本版 ESOP においては、一般社団法人や信託が導入企業株式を保有するため、導入企業にとって自己株式の処分先や友好的な株主を創出することができる。したがって導入企業にとっては非常にメリットのある制度といえよう。

本件スキームは、従業員持株会発展型スキームを採用しており、また一見すると一般的な社団法人型であるようにも思われるが、Yが弁護士や公認会計士の助言をもとに独自設計しており[11]、たとえば、本件の事実認定をみても、「残余財産は持株会に帰属する。従業員に対する具体的な分配方法等は、持株会の理事会で定める」とあり、一般的に認識されている一般社団法人型とは異なるものと考えられる。

3. 日本版 ESOP における不公正発行

(1) 不公正発行に関する学説

会社法 210 条 2 号にいう「著しく不公正な方法」による新株発行[12]（以下、不公正発行という）とは、不当な目的を達成する手段として募集株式の発行等が利用される場合である[13]。

この点につき学説上の見解として、第 1 説は割当自由の原則を重視する見解であり、資金調達の現実の必要があり、新株割当ての相手方が取締役の一味の者でない場合には、たとえ新株発行により反対派の勢力低下を欲する取締役の

---

11 ダイヤ通商株式会社プレスリリース「従業員持株会連動型 ESOP 導入とそれに伴う第三者割当による新株発行のお知らせ」（平成 24 年 6 月 27 日）。

12 昭和 25 年商法改正による授権資本制度の導入によって、新株発行は原則として取締役会の決議のみにより行うことが可能となった。会社法 210 条の前身である平成 17 年改正前商法 280 条ノ 10 は、株主が新株発行の手続に関与しない場合に、取締役による違法または不公正な新株発行によって株主に不利益が生じる可能性があるため、それを事前に防止するための手段として規定されたものであるとされる（神田秀樹編『会社法コンメンタール 5－株式（3)』（有斐閣、2013 年）103 頁〔洲崎博史〕)。

13 東京地判昭和 27･9･20 判タ 23 号 33 頁、江頭憲治郎『株式会社法〔第 5 版〕』（有斐閣、2014 年）760 頁。

希望が実現されるとしても、不公正発行にあたらないと解する[14]。さらに、第1説の中でも、資金調達の必要性が明確に存在する以上、調達方法は取締役の裁量に委ねられるとし、経営者が自派の者のみに割当てることによって反対派株主の持分比率を低下せしめる結果になったとしても、これを不公正発行ということはできないと解する見解もある[15]。第2説は、第1説よりもさらに取締役会における新株発行権限を重視する見解であり、支配権に影響を与える目的での新株発行権限を認め、経営者による経営判断を認める必要性を説く見解である[16]。これに対して第3説は、機関間権限分配秩序説といわれるものであり、会社支配権争いに取締役が介入する目的で特定の第三者に新株を発行するときには、それが企業経営上合理的であるとしても、この争いに影響を与える限り機関の権限分配秩序に違反するために新株発行は不公正となるとする[17]。すなわち、会社支配権は会社の実質的所有者である株主の意思決定に基づいて決せられるべき問題であり、株主の意思決定とは無関係に、会社支配権の移転を阻止するような権限を行使することは許されないと解する見解である[18]。第4説は、これらの説の中間的な見解であり、新株発行につき資金調達を含む複数の目的が存在し、そのうちの一部が不当な目的である場合には、いずれの目的が新株発行にとって決定的であったかにより新株発行自体の公正性を判断すると解する見解であり[19]、いわゆる主要目的ルールと呼ばれ学説上多数説を形成している[20]。

---

[14] 鈴木竹雄＝竹内昭夫『会社法〔第3版〕』（有斐閣、1994年）422頁、鈴木竹雄「新株発行の差止と無効」『商法研究Ⅲ会社法(2)』（有斐閣、1971年）227頁、大隅健一郎＝今井宏『会社法論中巻〔第3版〕』（有斐閣、1992年）653~654頁。

[15] 河本一郎『現代会社法〔新訂第9版〕』（商事法務、2004年）295~296頁。

[16] 松井秀征「取締役の新株発行権限(2･完)」法学協会雑誌114巻6号(1997年)715~716頁、森田章『投資者保護の法理』（日本評論社、1990年）308頁。

[17] 森本滋「新株の発行と株主の地位」法学論叢104巻2号（1979年）17頁。

[18] 川浜昇「株式会社の支配争奪と取締役の行動規制(3･完)」民商法雑誌95巻4号(1987年）491頁。

[19] 吉本健一「新株の発行と株主の支配的利益」判例タイムズ658号（1988年）38頁、洲崎博史「不公正な新株発行とその規制（2･完)」民商法雑誌94巻6号（1986年）723頁、江頭・前掲注（13）760~761頁注（4)。

[20] 藤原・前掲注（1）115頁、潘・前掲注（1）151頁。

(2) 従来の裁判例

裁判例については、新潟地判昭和42･2･23判時493号53頁において、「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」とし、資金調達の合理性を疑うような特段の事情、すなわち、新株発行が他の資金調達の方法に比較して著しく不利であること、新株発行後短期間内に会社が引受先から買戻す計画があること、あるいは新株の割当が形式に過ぎず引受先に対し会社が払込金について資金的援助を与える等がない限り不公正発行としないと判示し、当初は割当自由の原則を重視する見解が示されていた[21]。

その後、大阪堺支判昭和48･11･29判時731号85頁は、「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をいう」と判示し、初期の主要目的ルールとしての見解を示した[22]。

そして、東京地決平成元･7･25判時1317号28頁は、「株式会社においてその支配権につき争いがある場合に、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、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」とし、後の裁判例においても基本的に承継されている主要目的ルールの一般論を示し[23]、さらに、新株発行の主要な目的が支配権維持ではないとしても、「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、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」と判示し不公正発行を認めた。ここでは、支配介入意図が主要目的であることについての主張・

---

21 布井千博「判批」金融・商事判例1209号（2005年）57頁。

22 増田健一「株式の不公正発行」神田秀樹＝武井一浩編『実務に効くM&A・組織再編』（有斐閣、2013年）83頁。

23 増田・前掲注（22）84頁。

疎明責任は株主が行う必要があるものの、後者のような事情がある場合は、主要目的が事実上推認され、会社側に立証責任が転換されると解されている[24][25]。

(3) 近時の裁判例の展開

もっとも、東京地決平成元・7・25 においては不公正発行が認められたものの、裁判所は一般的に資金調達の必要性を認め不公正発行を否定してきた。たとえば、連結親子会社における支配権争いが表面化した後に、子会社が発行済株式総数を超える第三者割当による新株発行を取締役会で決議した事例で、東京地決平成 16・7・30 判時 1874 号 143 頁は、「株式会社においてその支配権につき争いがあり、従来の株主の持株比率に重大な影響を及ぼすような数の新株が発行され、それが第三者に割り当てられる場合に、その新株発行が特定の株主の持株比率を低下させ現経営者の支配権を維持することを主要な目的としてされたものであるときは、不当な目的を達成する手段として新株発行が利用される場合にあたるというべきである」と主要目的ルールの一般論を示した後に、新株発行の検討に先立ち、子会社の現経営陣の一部が、親会社の持株比率を低下させることにより、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としながらも、業務提携に係わる事業計画のため新株発行による資金調達実行の必要性があり、事業計画自体についても一応の合理性があるとし、業務提携による事業計画が支配権維持の意図に起因したものであることは否定できないとしつつも、新株発行により調達された資金は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るため、相当額の営業利益が見込まれることを考慮すると、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とは認めることはできないとし、不公正発行を否定した。抗告審である東京高決平成 16・8・4 金判 1201 号 4 頁も「本件事業計画のために本件新株発行による資金調達の必要性があり、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

---

24 森本滋「第三者割当をめぐる諸問題（3・完）」金融法務事情 1243 号(1989 年)16 頁。
25 東京地決平成元・7・25 判時 1317 号 28 頁の判断が、現在でも不公正判断における最先端をいくものと評価する見解として、藤原・前掲注（1）116 頁。

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、……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『著シク不公正ナル方法』による株式発行に当たるものということはできない」として同様に不公正発行を否定した。これらについては、「敵対的買収の標的になっても、事業計画や資金使途を整えてホワイトナイトに第三者割当て増資を行いさえすれば、容易に防衛を図ることができると信じられてきた[26]」論拠とされたと指摘され、また、実際上、資金調達の必要性が認められれば、不当目的達成動機が優越していたとほとんど認定しないと批判されてきたところである[27]。

ところが、近時、不公正発行を認める裁判例も現われてきており、その一つが東京地決平成20･6･23金判1296号10頁である[28]。取締役7名（ほか1名は病気療養中後死亡）によって会社内で二分した支配権争いが生じており、取締役3名を定時株主総会で解任することを目的として第三者割当を行うことを取締役会で決議し、解任に賛成の表明を行っていた割当先に18日後に行われる定時株主総会での議決権付与が予定されていた。第三者割当が実行されれば、株主たる債権者の持株比率は1.71パーセントから1.43パーセントに、また持株比率の順位も5位から7位となるが、割当先の持株比率はそれぞれ9.26パーセント、8.16パーセント、順位も1位、2位となる。割当前の筆頭株主の持株比率は3.78パーセントであり、割当後は、割当先と新株発行賛成派の取締役1名の合計持株比率20.21パーセントとなり事実上多数派を形成できることになるところ、東京地決平成20･6･23は、「〔会社法210条〕2号に規定される『著しく不公正な方法』による新株の発行とは、不当な目的を達成する手

---

[26] 大塚和成「買収防衛策としての第三者割当て増資—東京地決平成20年6月23日の衝撃」金融・商事判例1296号（2008年）1頁。

[27] 江頭・前掲注（13）760頁注（4）、潘・前掲注（1）151頁、久保・前掲注（1）11頁、龍田節『会社法大要』（有斐閣、2007年）302頁、田中亘『企業買収と防衛策』（商事法務、2012年）113~114頁。

[28] さいたま地決平19･6･22金判1270号55頁も不公正発行を認めている。

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、会社の支配につき争いがあり、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、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というべきである」と東京地決平成 16･7･30 とほぼ同様の見解を示し[29]、「本件新株発行は、会社の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であって、かつ、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、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、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」とし、資金調達の必要性を詳細に検討した後に不公正発行を認めた。すなわち、募集株式の発行が現経営者の支配権維持の目的のために行われたことを推認させる諸事情を、株主たる債権者が一定程度立証した際には、支配権維持が主要な目的と推認され、その推認を覆すためには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き主張・立証しなければならないとし、主張・立証責任の負担を事実上分配したものと解されている[30]。さらに、「従前の株主構成と比較して、既存の株主に看過できない持分比率の低下があると認められるときは、当該株主は不利益を受けるものといえる」とし、株主の不利益要件を別途検討し、事実上多数派を形成する株主が登場するためその要件を満たすと判断している。

近時の裁判例においては、新株発行に至る経緯や事業計画の具体性等を詳細

---

[29] 東京地決平成 16･7･30 では、「従来の株主」および「特定の株主」という部分が、東京地決平成 20･6･23 それぞれ「既存の株主」という表現に置き換わっている。
[30] 荒達也「判批」ジュリスト 1397 号（2010 年）109 頁。

に検討し、合理性をそれらの具体的な事実により認定している傾向が見られ[31]、主要目的ルールを主張する有力的な見解、すなわち、当該株式発行おいて、当該会社に支配権争いをめぐる争いがあるか、それに大きな影響を与えるか、そして会社事業のために当該株式発行が必要であるとする会社側の主張に説得力があるかについて考察するという見解[32]に近い運用がなされていると指摘されている[33]。

(4) 本決定の判断

本決定においては原決定を引用する形で、「会社法210条が規定する『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、会社の経営支配権につき争いがある中で、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、当該新株の発行が既存の株主の持株比率を低下させて現経営陣の会社支配権の維持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というべきである」とし、これまでの裁判例と同様に主要目的ルールにより判断しており妥当である。

そして、本決定はYにおける経営支配権争いがあることを認めた上で、従来の株主の持株比率に影響を及ぼす数の新株発行がなされる第三者割当であることを判断している。その上で、①本件新株発行を含む本件スキームは、XとZ_1との間の確執が表面化する前である平成23年6月頃から弁護士や公認会計士を交えた協議が重ねられ、本件スキーム自体がXの影響力を低下させることを目的として導入されたと見ることはできないこと、②本件スキームは、経済産業省検討会報告書の内容におおむね沿って作られたものと認められ、Yから独立性を有するZ_2が株式を一括して取得し、その議決権を従業員の意思

---

31 藤原俊雄「不公正な募集株式の発行等に関する多少の考察」判例時報2180号（2013年）8頁、和田・前掲注（1）4頁、潘・前掲注（1）152頁。
32 洲崎・前掲注（12）121頁。
33 和田・前掲注（1）5頁。

決定にかからしめ、議決権の行使に会社経営陣の不当な支配が及ばないよう協定条項が定められる等の配慮がされ、Z_2の解散時期についても検討されるなど、株価および業績向上への従業員の意欲や士気の向上ならびに従業員を通じたコーポレート・ガバナンスの向上等を図るという導入目的に適合した制度設計がされているものというべきであること、③本件取締役会決議がされた平成23年6月当時におけるYの株価が比較的低い水準にあり、その時点で本件スキームを導入することには、一定の合理性があったと認められること、④Z_2に割り当てられる株式数は比較的多いことが認められるものの、他の同種スキームの株式数、総株式数比率等と径庭のない水準にあるものといえること、⑤本件新株発行によるY株主間の保有比率等の変動は著しいものとはいえないから、Yにおける株主の分布、保有比率等に照らすと、Xが今後の株主総会において状況に応じて過半数を確保することが著しく困難になるということはないこと、⑥Yは、経営するサイクルショップを3店舗出店する予定であり、本件新株発行に伴う調達資金は、この資金需要に応じるものであることにより不公正発行には当たらないと判断している。

本決定については、近時の裁判例と同様に詳細かつ丁寧に事実認定を行っていることを評価し[34]、そして本決定のあてはめや結論につき賛成する見解もある[35]。

この点、日本版ESOP自体、たとえば本件スキームにおける一般社団法人のようなビークルに対して比較的まとまった株式を一度に割当てるため、必然的に既存株主の持株比率低下は避けられない。そして通常の募集株式の発行等と決定的に異なるのは、敵対的な株主に変容することがまずあり得ない友好的な株主であるビークルによって一定期間株式を保有するスキームであるということである。したがって日本版ESOP導入を計画する経営陣は不公正発行と判断されないためにもその導入につき必然的に慎重に検討しなければならない[36]。

---

[34] 藤原・前掲注（31）5頁。
[35] 藤原・前掲注（1）116頁、久保・前掲注（1）12頁。
[36] 白井・前掲注（1）・98頁。

本決定を検討すると、①については、本件スキームが X との確執が表面化する前から弁護士等と協議されていたという事実に注目すれば、本決定の判断は妥当と思われるが、本件スキームが現在ではほとんど利用されていない一般社団法人型を利用し、かつ一般的に普及している金融商品としての日本版 ESOP を利用せず、会社独自のスキームを導入した理由が判明せず疑問の残るところである。②については、本件スキームは、経済産業省検討会報告書の内容におおむね沿って作成されており、Z_2 は持株会の議決権行使結果を比例的に行使すること、持株会会員である従業員は議決権行使につき持株会理事長に指示をすることができること、理事長は、その内容につき会社や第三者に漏洩してはならないこと、Y およびその役員は持株会および Z_2 による議決権行使につき法的権限を有しておらずまた事実上も行ってはならない等、Y およびその役員から独立性が認められている。したがって、この点だけをとらえれば本決定の判断は妥当であろう。

しかし、③について、確かに株価が比較的低水準であったとしても、B および監査役全員が導入に反対しており、監査役らは本件スキームの導入が強行された場合には新株発行差止めの仮処分を申し立てる予定である旨を Z_1 に二度通知していることや、Z_1 はスキーム導入につき強行採決はしないと表明していたにもかかわらず取締役会において E を取締役候補者とする会社提案を撤回することを決議するとともに新株発行に係わる決議を行っている。このような状況下で日本版 ESOP を早急に導入する必要があったのか疑問であり、本件スキーム導入が X の Y に対する影響力を低下させることが目的だったことを否定することはできない[37]。したがって、Y に日本版 ESOP のスキームを導入する必要性があったかにつきさらに詳細に検討すべき事案だったように思われる[38]。④についても、たとえばある従業員持株会発展型における信託型プランにおいては、導入企業が敵対的買収に対する防衛目的のためと投資家に疑念

---

[37] 潘・前掲注（1）153頁。

[38] 白井・前掲注（1）98頁、潘・前掲注（1）153頁。この点につき、「現経営陣による支配権維持を実現する手段として日本版 ESOP が利用される危険を考慮すれば、不公正発行該当性の判断において検討すべき要素の1つとして位置づけることが望ましい」と主張されている（白井・前掲注（1）98頁）。妥当な見解である。

を抱かせないようビークルが取得する自社株式の議決権割合につき 5 パーセント未満の上限を設けており、また信託期間についても長期になると過度な安定株主対策として疑念を抱かれるおそれがあるため当初信託期間についても一定の制限を設けているとされている[39]。一般的な日本版 ESOP においては、今後 5 年間に従業員持株会が取得する予定株式数をビークルが取得する例が多く、その保有する持株比率は 1 パーセントから数パーセント未満であることが多いとされ本決定における新株発行は異例といってもいい水準との指摘もあるところである[40]。したがって本決定のいう径庭のある水準にあるといえるかは疑問であろう。⑤については、確かに、本件新株発行は、前掲東京地決平成 20･6･23 とは異なり、定時株主総会後に予定されており、直ちには支配権に影響はないとも考えられないではないが、X が委任状によるものも含めその過半数を超える 2984 個の議決権を保有したとしても、本件新株発行による 670 個の議決権を加算すれば、X の議決権は過半数に不足することになり、重大な影響を及ぼさない発行とまではいえないし[41]、X の過半数割れを意図した新株発行の疑念を払拭することは困難と思われる。

また、原決定では検討されていないが、本決定においては、新株発行の目的として⑥サイクルショップ出店のための資金調達目的を認めている。本決定において ESOP 導入のためという背景から本来は直接的には関係がない資金調達の必要性からの観点について言及がなされていることについて批判的な見解もある[42][43]。もっとも、この点については、主要目的ルールの適用に際して、

---

39 内ヶ崎茂「従業員持株 ESOP 信託の導入効果とスキーム設計（ESOP 信託の諸論点（1））」商事法務 1914 号（2010 年）32 頁。

40 髙原＝宮下・前掲注（1）101 頁。

41 髙原＝宮下・前掲注（1）99~100 頁、和田・前掲注（1）6 頁、岡本・前掲注（1）46 頁、瀬谷・前掲注（1）100 頁。

42 和田・前掲注（1）7 頁。

43 この点につき、「一般に、ESOP への募集株式の発行等は、基本的に、ESOP のビークル(受け皿）に導入企業の株式をプールさせることが目的であり、資金調達を目的に ESOP への割当てをするものではない」（瀬谷・前掲注（1）99 頁）とする的確な指摘がある。

資金調達にそれほど重きをおくものではないと評価する見解もあり[44]、主要目的ルールに新たな意味を持たせる裁判例であると評価すべきことになる可能性も指摘されているところである[45]。ただ仮に、ESOP導入において資金調達目的が新株発行の目的に含まれるとしたとしても、一般的に日本版 ESOP 導入の際に、導入企業が調達できることになる資金については、運転資金に充当することとされることが多いため、そもそも具体的な資金調達の目的を掲げる本件スキームに違和感を覚える。また、資金調達を目的とした割当ではないからこそ、株価下落時に新株発行を行ったとする的確な指摘もあるところである[46]。すなわち、少なくとも本決定においては資金調達目的自体が新株発行を正当化する事由とはなり得ないと解される。

したがって、本決定においては、会社支配権につき争いのある中で、Xの持株比率に重大な影響を及ぼすような新株が発行され、本件日本版 ESOP 導入の主要目的は「株価及び業績向上に向けた従業員の意欲や士気を高めること並びに従業員を通じたコーポレート・ガバナンスの向上を図ること等」というよりは、Xの持株比率を低下させて Z_1 による Y 支配権の維持を主要な目的としてなされたといえるため、本件新株発行は不公正発行にあたるというべきであろう。

---

44 藤原・前掲注（1）116頁。

45 藤原・前掲注（1）116頁、弥永・前掲注（1）2頁、岡本・前掲注（1）44頁、久保・前掲注（1）11頁。

46 瀬谷・前掲注（1）102頁注（14）。