

《論 説》

閉鎖会社における不公正な新株発行と無効の訴え

高 橋 均

1. はじめに

募集株式の発行（以下「新株発行」という）は、社債の発行と同様に、会社が必要とする資金を得るために、不特定多数の者にその引受けを募ることを目的とする行為である。特定の金融機関や取引先から必要資金を借り受ける手段も有り得るが、担保の設定や借入金の上限等の制約を受けることが通例である。

他方、社債の発行の場合と異なり、新株発行の場合、株式の引受者は新株発行会社の株主となることから、剰余金の配当を受ける権利（会社法105条1項1号）以外に、株主総会での議題提案権（同法303条）や訴訟提起権（同法847条1項・3項）等の共益権を持つこととなる。このために、本来の資金調達のための新株発行ではなく、新株引受者である株主の共益権を利用して、取締役の会社経営権の維持を目的とすることもある。

経営権の維持のための新株発行は、会社（取締役）の経営方針や施策について、既存の一般株主から反対が多く、株主総会で会社提案の議案が否決される可能性が高い場合や、第三者による買収の可能性が高まった場合に行われるケースが多い。例えば、他社からの経営統合の提案に対して、多くの既存株主は、会社の将来の発展のためには有益であると考えたとしても、経営統合によって代表取締役社長としての地位を失ったり、副社長などの役付取締役への昇進の可能性が低くなるという自己の利益の喪失の観点から、経営陣がその提案に

反対することが考えられる。

経営権の維持のための新株発行は、自らに都合の良い特定の第三者を対象とすることが通例なことから、既存株主は持株比率の希釈化による不利益¹⁾を被ることとなる²⁾。このため、新株発行が著しく不公正な方法により行われる場合は、株主は会社に対して、当該新発行を差し止めることができる(会社法210条2号)。いわゆる主要目的ルールに基づく不公正な新株発行と言われるものである。株主による新株発行の差止請求は、あくまでも新株発行の効力が生じる前の事前措置としての位置づけである。

もっとも、不利益を受けることとなった株主が、新株発行の効力発生前に、何らかの理由で差止請求権を行使しなかった場合に、新株が発行され効力が生じた後には、事後的に新株発行を争うために新株発行無効の訴えが用意されている(会社法828条1項2号)。会社法では、無効事由が法定されていないものの、その事由は一般的には狭く解すべきとの考えが判例・通説である³⁾。既に効力が発生した法律関係を事後的に無効とすることは、取引の安全と法的安定性を害するものと考えられるからである⁴⁾。

このように、新株発行を巡っては、株主として新株発行の効力発生前の差止請求と、事後措置としての無効の訴えによる峻別がされている⁵⁾。しかし、自らの意思によって新株発行の効力前後にかかわらず、自由に株主としての地位

1) 会計帳簿閲覧・謄写請求権等の少数株主権を維持できなくなる場合が典型的な例である。

2) 既存の一般株主に限らず、会社債権者の利益も害されるとの意見として、龍田節『会社法大要』(有斐閣、2007年)301頁。

3) 江頭憲治郎『株式会社法(第6版)』(有斐閣、2015年)769頁。

4) 新株発行の無効事由が株式差止請求制度より狭く解されていることは、単に法的安定性確保の要請のみならず、事前差止制度を極力利用するインセンティブの観点もある(江頭憲治郎=中村直人『論点体系会社法6』[得津晶](第一法規出版、2012年)118頁)との理由も存在するであろう。

5) 例えば、株主に対する募集事項の法定通知期間の手續上の違反については、差止事由には該当するものの、無効事由には該当しないとの最判例がある。東京地判昭和58・7・12判時1085号140頁。

を離脱できる公開会社の株主と⁶⁾、全ての株式について、譲渡する際に会社の承認を得なければならない株式譲渡制限会社(以下「閉鎖会社」という)⁷⁾の株主との間では、会社の情報開示の程度⁸⁾や株主の置かれた状況によって、新株発行の無効の判断の際に、異なる対応が有り得るのではないかとの認識を持っている。

そこで、本稿では、公開会社と閉鎖会社にかかわらず、一律に新株発行の無効の訴えの事由を差止請求である事前措置との比較で狭く解釈するという視点から離れて、そもそも、公開会社と閉鎖会社との間における無効の訴えの事由の範囲を同じにすることは意味があるのかという問題意識のもと、不公正発行の場合について検討する。

2. 新株発行無効の訴えと無効事由

(1) 新株発行無効事由とした判例

新株発行の無効事由は条文に明示されていないことから、一般的には狭く解すべきであるとされているが、新株発行の無効事由として、定款で定めた授権株式数を超えた株式発行⁹⁾や定款に定めのない種類株式の発行、裁判所の仮処分を無視した新株発行¹⁰⁾については、明らかな違法事例であることから特に異論はないとされている¹¹⁾。

-
- 6) 厳密に言えば、公開会社の株式の中には譲渡制限株式も含まれている可能性もあるが、ここでは、譲渡制限のない株式を保有している株主のことである。
 - 7) 会社法の区分である公開会社(会社法2条5号)に対して、非公開会社である全株式譲渡制限会社を本稿では閉鎖会社としているが、公開会社の中にも、株式を店頭取引している会社では、株式がほとんど流通せずに閉鎖的な会社もある。
 - 8) 事業報告の開示でも、公開会社の特則として、会社の現況に関する事項、会社役員に関する事項等、多岐にわたる開示が要請されている(会社法施行規則119条乃至124条)。
 - 9) 東京地判昭和31・6・13下民集7巻6号1550頁。
 - 10) 最一小判平成5・12・16民集47巻10号5423頁。
 - 11) 募集事項の通知・公告(会社法201条3項・4項)を欠いた新株発行も、株主の新

他方、新株発行につき取締役会の決議を行わなかった場合¹²⁾、招集通知を欠いて開催された取締役会決議により著しく不公正な方法で発行された場合¹³⁾、株主総会の特別決議を欠いた有利発行の場合¹⁴⁾などでは、手続的瑕疵があったにもかかわらず、新株発行は業務執行に準ずるとし¹⁵⁾、代表取締役が新株発行を行った以上、取締役会等の決議がなくとも問題なく、内部的な意思決定を欠いたに過ぎないとの理由から、最高裁判所は無効事由を狭く解釈して新株の発行は有効としてきた¹⁶⁾。事後的な手段である無効の訴えに対して、新株発行後は、株式の譲渡により株式が流通していることから、取引の安全も考慮したためと思われる¹⁷⁾。また、無効事由を狭く解すべきとの判断について、公開会

株発行差止請求権を行使する機会を奪ったこととなることから、無効事由になる裁判例として、最三小判平成9・1・28民集51巻1号71頁がある。

なお、以前より、公示の欠缺は新株発行の無効事由になると解すべきとの主張として、坂本延夫「公示義務を欠く新株発行の効力－無効説の再論－」『(高窪利一先生還暦記念)現代企業法の理論と実務』(経済法令研究会、1993年)245頁がある。

- 12) 最二小判昭和36・3・31民集15巻3号645頁。
- 13) 最一小判平成6・7・14判時1512号178頁。
- 14) 最二小判昭和46・7・16判時641号97頁。
- 15) 授権株式制度の下では、新株発行は業務執行に準ずるとの主張として、鈴木竹雄＝石井照久『改正株式会社法解説』(日本評論社、1950年)198頁がある。これに対して、業務執行ではなく、新株発行は、会社の機構上の問題であるとの主張としては、西原寛一「最判昭和40・10・8判批」民商法雑誌47巻2号(1962年)306頁が代表的見解である。
- 16) なお、授権株式制度は、昭和25年改正商法によって導入された制度であり、定款で定めた発行可能株式総数の範囲内では、取締役会の決議によって自由に新株発行をすることができることとなった。
- 17) 取引の安全の観点から、新株発行を無効としても、株式取引の安全を害さない「特別の事情」がある場合には、法定の手続を経ていない瑕疵ある新株発行は無効であるという折衷説を取る裁判例(大分地判昭和47・3・30判時665号90頁、大阪高判平成3・9・20判時1410号110頁等)も下級審では見られた。
- 17) 判例と同様に、有効説を主張する立場として、石井照久『会社法下巻(商法Ⅲ)』(勁草書房、1967年)62～63頁、河本一郎『現代会社法(新訂第9版)』(商事法務、2004年)301頁等。一方、無効説の主張として、田中誠二『三全訂会社法詳論(下巻)』(勁草書房、1994年)1009頁が代表的なものである。

社と閉鎖会社とで区別していないのは、どちらの会社形態であっても、画一的な処理と取引の相手方保護の必要性が重要と考えたからであろう¹⁸⁾ ¹⁹⁾。

(2) 閉鎖会社と無効事由

上記判例は、いずれも平成2年改正前商法下の事案の判決である。平成2年より前までは、公開会社・閉鎖会社にかかわらず、新株発行は取締役会決議で行われることとされていた(平成2年改正前商法280条ノ2第1項)ことから、無効事由を判断する際にも、公開会社と閉鎖会社の個々の特性の視点ではなく、取引の安全や法的安定性等の共通の視点からの解釈とならざるを得なかったものと思われる。しかし、平成2年の商法改正において、閉鎖会社における株主の新株引受権²⁰⁾を法定した上で、閉鎖会社については、新株引受権を排除するためには、株主総会の特別決議が必要であるとの規律を設けた(平成2年改正商法280条ノ5ノ2第1項但書)。平成2年の商法改正は、公開会社のように株式譲渡自由である株主と比較して、株式譲渡に制限のある閉鎖会社の既存株主は、持株比率の維持に大きな関心を持っている特性を意識して、その利益保護を図った法規定を行ったことになる²¹⁾。

他方、特別の事情がある場合には、無効と解すべきという折衷説として、鈴木竹雄『商法研究Ⅲ会社法(2)』(有斐閣、1971年)233~234頁が存在した。ここでいう「特別の事情」とは、新株発行数が少ない、新株引受人が代表取締役と特別な関係がある少数の者に限られているなどである。

- 18) 判例では、無効事由を拡大することを否定する代替措置として、事実上、閉鎖会社のみを生じる事項を無効事由として認めることによって、問題の解決を図っていると推測されるとの主張として、江頭・前掲注(3)773頁。
- 19) 学説としては、従前より、閉鎖会社については新株発行の無効事由を狭く解釈する必要はないとの見解があった。鈴木・前掲注(1)233頁。
- 20) 会社が発行する新株を優先的に引き受けることができる権利であり、既存株主の保護を念頭においた規定であり、株主割当てのことである。
- 21) 平成2年改正商法以降、閉鎖会社において、株主の新株引受権を無視して新株が発行されたことに対して、当該新株発行は無効であるとした事案として、東京高判平成12・8・7判タ1042号234頁がある。

他方、会社法下では、平成17年改正前商法（以下「旧商法」という）で規定されていた新株引受権制度を廃止したものの²²⁾、閉鎖会社において株主割当てを行う場合には、既存株主保護の観点から、株主総会の特別決議が必要とされた。会社法において、閉鎖会社が新株発行の際に株主総会の特別決議を必要としている規定は、旧商法において新株引受権を排除する際に特別決議を必要としていたことと基本的な考え方を継承していたものといえる。

このように、会社法下では、公開会社と閉鎖会社との新株発行手続について明確に区別した規定ぶりとなっている中で、公開会社を前提とした場合に無効事由を狭く解するとの判断は維持されるべきと思われるが、閉鎖会社では、無効事由を狭く解すべき必要性は無くなっていると考ええる。

3. 会社法下の特徴

(1) 閉鎖会社における新株発行の問題点

会社法下では、新株発行は資金調達の一つの手段として捉えて、授権株式制度を特徴としている。すなわち、発行可能株式総数を定款に定めた上で（会社法37条1項・2項）、新株発行によって資金を調達する際には、発行可能株式総数の範囲内で、定款を変更することなく、取締役会の決議によって新株を発行することができる。

このように、授権株式制度は、会社が機動的に資金調達を行う上で便利な制度である一方で、全ての株主に持株割合に応じて株式を割り当てる株主割当て以外は、既存株主の承認を得ることなく、株式保有割合を希釈化させることにもなる。

22) 会社法の立案担当者によると、新株引受権制度と新株予約権制度とは、性質の類似性があることから、両制度を存続させる意義が乏しいことや、新株引受権の流通ニーズが少ないことから、会社法では新株引受権制度を廃止した事情があるようである。相澤哲編著『立案担当者による新・会社法の解説』別冊商事法務295号（商事法務、2006年）55頁。

既存株主への保有株式の希釈化が典型的に表面化する場合が、第三者割当てである。第三者割当てでは、特定の第三者に株式を引き受けてもらうことであり、特に有利な発行で行われることも珍しくない。このために、公開会社であっても、既存株主の経済的不利益も伴うこととなる有利発行の場合には、例外的に株主総会の特別決議を必要としている(会社法201条1項・199条3項・309条2項2号)。他方、閉鎖会社(株式譲渡制限会社)の場合には、有利発行に限らず、株主総会の特別決議(会社法199条2項・309条2項2号)が法定化されている²³⁾。

このように、新株発行について、会社法では、公開会社と閉鎖会社での手続が明確に異なった制度設計となっており、閉鎖会社の既存株主の手続は公開会社と比較して厳格になっている。とりわけ、第三者割当てについては、既存株主への影響が大きいだけに、本来であれば、株主総会で十分な説明を行い理解を求めた上で、承認・決議することが法の趣旨にかなっている。

しかし、閉鎖会社の場合、新株発行を巡る手続に関して起こり得る問題がある。株主総会の特別決議といっても、親族関係で多数派株主を形成する経営者であれば、実質的に少数派の株主の意向を無視した第三者割当てによる新株発行も可能である。仮に特別決議を得るだけの多数派を構成していなくても、少数株主に十分な説明を行わないで承認・決議を強行したり、そもそも特別決議を経ないで、代表取締役による新株発行を行う場合がある。これに対して、少数株主の対抗措置として、株主総会不存確認の訴え(会社法830条1項)を始め、株主総会決議の内容が法令違反の場合の株主総会決議無効確認の訴え(同法830条2項)、株主総会の手続的瑕疵があれば、株主総会決議取消しの訴え(同法831条1項)を提起することが可能である。しかし、株主総会招集通知を少

23) 新株発行において、株主総会の特別決議を要することは、定款によるオプトアウトを認めない厳格な手続を意味しており、このことは、閉鎖会社において不公正発行が行われたとしても、新株発行の差止めや無効という救済に対して、裁判所の判断が消極的であった傾向にあったことから、法制度的には事前手続規制の強化が必要であったとの主張として、久保田安彦「第三者割当て」商事法務2041号(2014年)31頁がある。

数株主に通知しなかった場合や株主総会で十分な説明を行わなかったことに対する株主総会決議取消訴訟は、出訴期間が株主総会の日から3箇月と制限されている上に、株主総会決議取消訴訟の事由が、新株発行の無効原因にそのまま該当するのかという論点についても、必ずしも確立した解釈が行われているわけではない²⁴⁾。また、そもそも論として、代表取締役による新株発行であれば、株主総会の特別決議を経なくても、無効とならないという最高裁判断がリーディング判例となっていることは前述した通りである。したがって、閉鎖会社の場合には、新株発行に際して、公開会社と比較して厳密な手続が課せられているものの、特に少数株主に不利益な新株発行が行われる潜在的な問題があるといえよう。

また、債務の返済の代わりに株式を譲り受けることが決まっている債権者にとって、新株発行の時点では株主ではない場合には、当該会社の株主総会の招集通知の受領や株主総会に出席し決議に加わることができず、持株比率の希釈化を始めとした予期しない不利益を被ることとなる。

(2) 閉鎖会社における無効事由の拡大解釈

閉鎖会社において、第三者割当てなどによる不公正な方法による新株発行が有り得る中で、その救済策を制度的な観点から考える必要がある。そこで、改めて会社法下における新株発行と既存株主の保護についての規定を確認する。すなわち、会社法では、旧商法と異なり、新株発行に関する手続や発行後の対応について、閉鎖会社においては、新株発行に関連して既存株主の利益保護の方向が一層明確になっていることである。

その根拠の第一は、新株発行の手続についての違いである。公開会社では、旧商法下での考え方が踏襲されて、株式市場からの資金調達を機動的に行うために、授権株式制度のもとで、第三者に対する株式発行で特に有利な発行の場

24) 平成2年の商法改正以後は、株主総会決議の欠缺は、新株発行の無効事由に該当するというのが多数説とのことである。久保田・前掲注2332頁、受川環大「本件判批」金判1398号(2012年)11頁。無論、このことは、新株発行にとどまらず、組織再編の無効の訴え等(会社法828条1項各号)全てに該当する。

合を除けば、取締役会で新株の発行が決定できる(会社法201条1項)。他方、閉鎖会社は、株主割当て以外のみならず、株主割当ての場合でも新株発行をするためには、取締役(会)に委任した場合以外は、株主総会の特別決議を要することとした(会社法199条・200条・202条3項1号2号・309条2項5号)。

会社法は、有限会社法での原則を踏襲したことにより、閉鎖会社においては、既存株主の利益保護が特に問題となる中で、株主割当ての場合にも株主総会の特別決議を要請した法定化は、その方向性を明確にした意義がある。

第二には、新株発行の無効の訴えの提訴期間は、旧商法下では、一律6箇月であった(旧商法280条ノ15)のに対して、会社法下では、公開会社の場合は6箇月が維持されたものの、閉鎖会社では1年と延長されている(会社法828条1項2号)²⁵⁾。この立法趣旨は、会社が発行した新株について、株主総会の開催の際のみに知る機会が保障される閉鎖会社の株主に対して、無効の訴えを保障する機会が増したことであり、既存株主保護の重視ともいえる規定である。

したがって、新株発行における会社法での特徴をみると、既存株主保護の観点から、閉鎖会社においては、株主割当てか否かにかかわらず、株主総会の特別決議を経ない新株発行は、重大な手続違反と言わざるを得ず、無効事由に該当するというべきである。

(3) 新株発行無効事由に関する会社法下での判例

このような考え方が反映された判例が、最高裁平成22年(受)第1212号の新株発行無効請求事件²⁶⁾である。この判例は新株予約権の事例ではあるが、会社

25) 新株発行の募集事項の決定は、閉鎖会社では株主総会によって行われる(会社法199条2項)ことから、閉鎖会社の株主が、新株発行の瑕疵を発見するためには、株主総会招集時期との関係から1年としている。酒巻俊雄=龍田節編集代表『逐条解説会社法第9巻』[丸山修平](中央経済社、2016年)69~70頁。

26) 最三小判平成24・4・24民集66巻6号2908頁。本事案に対する最高裁の判断に対しては、非公開会社のみには当てはまる論理を用いているとの評価がある。野田博「本件判批」ジュリ1453号(2013年)96頁、松井秀征「本件判批」私法リマークス46号2013上(2013年)101頁。久保田安彦「本件判批」商事法務1976号(2012年)21頁。

法施行日後の株式発行に対する新株発行無効の訴えであることから、会社法の適用となる（会社法整備法98条1項・111条1項）中、従来は代表取締役が発行した新株発行は株主総会の特別決議を経ないでも有効であるとした判断を、非公開会社では無効事由があると解するのが相当であると転換した。判旨では「非公開会社については、その性質上、会社の支配権に関わる持株比率の維持に係る既存株主の利益の保護を重視し、その意思に反する株式の発行は株式発行無効の訴えにより救済するというのが会社法の趣旨と解される（傍点筆者）」と旧商法下とは異なる状況であることを明確にした上で、「非公開会社において、株主総会の特別決議を経ないまま株主割当て以外の方法による募集株式の発行がされた場合、その発行手続には重大な法令違反があり、この瑕疵は上記株式発行の無効原因になると解するのが相当である」と判示した。そして、その後この判断を踏襲した下級審が見られる²⁷⁾。

平成2年改正前を含め旧商法下では、新株発行の無効事由について、法的安定性の観点から公開会社と閉鎖会社との間で画一的である必要との判断があったものと思われるが、会社法下の事案としては、「募集株式の発行に係る法的問題は、上場会社と非上場会社、とりわけ、非公開会社を区別して検討することが合理的である」²⁸⁾との認識のもと、「会社法下における全株式譲渡制限会社の募集株式等の無効事由は、従前の株式会社ほど制限的に解する必要はない」²⁹⁾との主張と同様の判断を示したものと評価できる。

なお、既存株主の保護の中には、新株発行が行われた時点で株主でなくても、近い将来株主となることが実質的に明確であり、かつ当該新株発行を知り得る

27) 大阪高判平成25・4・12金判1454号47頁。

なお、最三小判平成24・4・24判決に先立って、株式譲渡制限会社においては、株主総会以外に株主が新株発行の差止請求の機会が十分に与えられていないことなどを理由として、株主総会の特別決議を経ない新株発行を無効とした裁判例（横浜地判平成21・10・16判時2092号148頁）がある。

28) 森本滋「募集株式発行規制の基本的枠組みと改正会社法」商事法務2070号（2015年）11頁。

29) 江頭・前掲注(3)769頁。

立場になかった場合も含まれると解してよいであろう。

4. 著しく不公正な方法で新株を発行した場合

(1) 会社法下での新たな判断枠組み

著しく不公正な方法で新株を発行することとは、本来の資金調達のためではなく、特定株主の持株比率を著しく低下させることにより、取締役が経営権支配の維持・強化を主要目的とする場合が象徴的な事例である。この場合、新株発行会社のみならず、当該会社を実質的に支配している親会社（取締役）の支配力維持も含まれると解される。そして、新株発行先は、既存株主に不利益とならない株主割当方式ではなく、取締役又は取締役を支持する第三者（企業集団では、親会社等）に割当てをする³⁰⁾。

例えば、新たに発行済み株式総数の一定以上の株式を引き受ける判断を行った株主（既存株主に限らず、新規株主も含む）は、配当という経済的利益の享受や当該会社に対する支配力を確保することを目的とするのが通常である。一方、支配権を確保されることに対抗する形で第三者割当てによる新株発行するということは、株式の希釈化を通じて支配力を低下させ、結果として新株発効会社の取締役が経営権支配の維持・強化を目的とする著しく不公正な方法による新株発行となる。

会社法では、閉鎖会社において、株主割当方式を基準としつつ、新株発行の際に、募集事項等の決定に際して、株主総会の特別決議を設けていることは、既存株主の利益保護の考え方が基本にある。他方、著しく不公正な方法による新株発行は、直接的に既存株主の割当てを受ける権利とは無関係に持分比率を希釈化させるなど、その利益を毀損する手段となり得る点に注意しなければな

30) 第三者割当てであったとしても、会社に具体的な資金需要がある限りは、著しく不公正な方法による新株発行ではないとされた裁判例として、大阪地決平成2・7・12判時1364号104頁、東京地決平成16・8・4金判1201号4頁、東京地決平成16・7・30判時1874号143頁がある。

らない。このために、株主は、会社による著しく不公正な方法による新株発行の際には、そのこと自体は法令・定款違反ではなくとも、差止請求（会社法210条2号）の権利が付与されているのである。したがって、既存株主の利益を毀損する点に着目すれば、著しく不公正な方法による新株発行が行われた場合には、事後的であっても無効事由に該当するとしても違和感はない。

もっとも、前掲の最一小判平成6年7月14日の判例では、代表取締役が著しく不公正な方法で発行した場合でも、直ちに新株発行の無効事由に該当しないとされた。判旨では、新株発行が会社と取引関係の第三者を含めて広い範囲の法律関係に影響を及ぼす可能性があることから、その効力を画一的に判断する必要があったこと、小規模閉鎖会社においても、取引の安全のために新株発行の無効を制限する特段の事情があるとは言うことができないとし、無効事由を制限する判断を行っている先例を踏襲している³¹⁾。

31) もっとも、この判決については、下級審の折衷説を全面的に排斥することにより、実務上の混乱に終止符を打ったものと評価できるという実務家からの意見（山口和男「本件判批」判タ882号（1995年）221頁）がある一方、「閉鎖会社の特別事情に配慮して、違法な新株発行の効力を判断し、従来の株主の保護を図るべき」（塩田親文「本件判批」私法リマークス1995下（1995年）112頁）、「原告の利益をまったく無視した、極めて不当な判決と評するほかない」（北沢正啓『会社法（第6版）』（青林書院、2001年）546頁、「いったん不公正発行がなされてしまえば、事後的にこれを無効とする途を一切閉ざしてしまう本判決の結論は、不公正発行に対する旧株主の救済としては妥当性を欠くとの批判を免れない」（前田雅弘「本件判批」ジュリ1068号（1995年）101頁、同旨、片木晴彦「本件判批」商事法務1462号（1997年）41頁）、「反対派の取締役が招集通知をせずに取締役会を開き、自派だけに新株を発行したケースについても、前例判例を踏襲して新株発行を有効としたのは行き過ぎである」（龍田・前掲注(2)304頁）等があり、酒巻教授によると、参照し得た本件判例批評の殆どが、本件判旨に反対であったとのことである。酒巻俊雄「本件判批」判タ975号（1998年）193頁。

なお、閉鎖会社における極端かつ明白な不公正事案のほかは、判例の立場を妥当とする見解（大隅健一郎＝今井宏＝小林量『新会社法概説（第2版）』（有斐閣、2010年）366頁）もあるが、「極端かつ明白な不公正事案」とはどのようなケースかが問題となろう。

一度株式を発行した後では、株式の引受者も含めて法律関係が確立している中で、改めてこれら法律関係を覆すことは法的安定性を欠くことになること、株主の場合は、事前の差止請求権の行使の機会がある上、当該会社の株主からの離脱も可能な中で、事前措置のインセンティブを阻害することになること、公開会社と閉鎖会社において、新株発行無効の訴えの要件が両会社形態によって異なるのは、当時として必ずしも相応しくないと考えたものと推認される。

しかし、前述したように、会社法下では、閉鎖会社においても公開会社と平仄を合わせて無効事由を狭く解する必要性は薄れてきていることから、前掲判例(最三小判平成24・4・24)などに見られる通り、会社法下での新たな判断枠組みが有り得るところである。

(2) 閉鎖会社の特有の事情と無効事由

著しく不公正な方法の発行は、本来のあるべき資金調達目的とは異なる不当な目的を達成するための手段として新株を発行することである。閉鎖会社の場合は、その閉鎖性の故に、経営支配権を巡る争いのために著しく不公正な方法で新株の発行が行われる事例は少なくない。とりわけ、公開会社と異なり、株式譲渡に制限があるために、持株比率の希釈化に伴う既存株主の議決権維持の利益が毀損される影響が大きくなる。しかも、閉鎖会社の場合には、一般的には公開会社のように大量の株式が流通しているわけではないことから、株式の流通における取引の安全を重視する必要性は薄れている³²⁾。さらに、株式の流通が限られているために、持株比率の回復は容易ではない中で、既存株主にとって、株主割当てを受ける権利が保障されなかったからには、本来的には、その代替として経済的保証がなされるべきである。

しかし、現実問題として、具体的な損害額の算定が困難であることから³³⁾、株主が取締役に対して、損害賠償請求の主張・立証を行うことは容易ではなく、

32) 取引の安全を考慮する必要がなければ、新株発行を無効と解する余地がある(北沢・前掲注(31)542頁)ということになる。

33) 弥永真生『リーガルマインド会社法(第14版)』(有斐閣、2015年)337頁。

株主への救済は期待できない³⁴⁾。まして、想定外の多数の新株発行が実施されれば、既存株主又は新株発行に不知である株式取得予定者にとっての経済的価値の毀損は極めて大きいものとなり、その回復は不可能となる。

また、前掲判例（最一小判平成6・7・14）の判旨では、会社と取引関係に立つ第三者も含めた法的安定性の観点からも新株発行は有効であるとしているが、既存株主の保護と債権者等の第三者の保護（資金調達を目的とした新株発行であれば、資本増加を期待する債権者の保護も考えられる）を同一に考慮する必要はなく、閉鎖会社において、既存株主は株主の離脱が容易でない中、その保護がとりわけ重要であることを勘案すれば、新株発行を有効とするのは適切ではない³⁵⁾。言い換えれば、閉鎖会社の既存株主が持株比率の希釈化などの不利益を了承した中での新株発行という例外を除けば、閉鎖会社の場合には、株主総会手続の欠缺も含めてその無効原因を狭く解する必要はないということになる³⁶⁾。

一方、著しく不公正な方法による新株発行では、事前措置として株主は差止請求の権利が付与されていること（会社法210条2号）から、事後的な無効事由を広く解すると、事前措置の権利行使のインセンティブが阻害されるとの考え方もあるかもしれない。また、新株発行の募集事項の通知・公告の欠缺は、差止事由がない場合を除いては、新株発行の無効事由とする判例³⁷⁾の判断が適用となるとの考え方もある³⁸⁾。しかし、閉鎖会社の株主は、公開会社と異なり

34) 弥永・前掲注33337頁。

35) 山下友信「著しい不公正発行と新株発行無効事由」別冊ジュリスト229号（2016年）209頁。

36) 大阪高判（平成25・4・12）・前掲注2747頁。

37) 最一小判平成9・1・28民集51巻1号71頁、最一小判平成10・7・17判時1653号143頁。

38) 事前に差し止めることが重要な中、不公正発行の場合は、手続的瑕疵に対して実質上の瑕疵であり、不公正発行自体を無効原因と解すならば、単なる通知・公告の欠缺のように実質上株主が損害を被るわけでない手続上の瑕疵をもって、新株発行無効原因と解する必要はないとの主張（大隅健一郎＝今井宏＝小林量『新会社法概説（第2版）』（有斐閣、2010年）370頁）もある。しかし、閉鎖会社の場合は、実態

募集事項の通知又は公告による公示が要求されず、株主総会での招集通知における議題・議案で知り得る以外に、必ずしも差止請求の有無と判断し実行する機会が十分に保障されているとは言えないこと³⁹⁾、事前の差止制度を利用しなければ、株主として事後的措置の利用が狭められてしまうというのは、既存株主の救済観点から株主権利の行使が実質的に制限されることになりかねない。

また、閉鎖会社の場合は、株主数が限定され、かつ固定化されている場合が多いので、事前差止請求制度と事後の無効の訴えとの間で、その事由に差を設ける大きな理由は見出し難いともいえる。まして、新株発行に不知である株式取得予定者の場合は、事前措置である新株発行の差止請求を行うことは困難であるから、著しく不公正な新株発行に対しては、新株発行無効の訴えで救済することが基本となる⁴⁰⁾。

閉鎖会社における著しく不公正な発行を無効事由に該当したと考えても、第三者割当てで株式を引き受けた株主は、(代表)取締役からの要請に基づいて引き受ける場合が通例である。したがって、自らの経済的利益や当該会社の株式を保有することに戦略的な経営価値が存在する積極的な理由から、自ら申し出て取得したわけではないことから、株式取引に対する実体的な影響は相対的に小さく、取引の安全を強調する必要性は薄いと解せられる。

さらに、閉鎖会社において、その閉鎖性の故に、新たに株式を引き受けるこ

として、株主が事前の差止請求が出来るだけの情報入手が行われるとは限られない中で、差止請求権を行使できない場合が想定されることが問題の本質である。したがって、新株発行事項の欠缺の場合はもとより、著しい不公正発行自体も無効原因と考えることによって、株主の保護が得られるとの主張(北沢・前掲注(3)545頁)に賛成したい。

39) この問題を解決するためには、立法論として、株主総会決議の手続と公示の手続とを切り離し、閉鎖会社の第三者割当ての新株発行においては、株主への個別通知を行うことにすべきとの意見(久保田・前掲注(2)34頁)は、検討に値する。

40) この点は、最三小判(平成24・4・24前掲注・(26))の判旨でも、非公開会社における既存株主の意思に反する株式の発行は、株式発行無効の訴えによって救済することが会社法の趣旨としている中で、不公正発行は、既存株主の意思に反することになり得る典型例である。

となる株主に経営支配権が及ぶことを回避するために自らの経営権の支配力維持・強化を主目的として利用する濫用的な第三者割当てによる新株発行に一定の歯止めをかける意義からも、著しく不公正な方法による新株発行は無効事由に該当すると解すべきである。

5. おわりに

以上記述した通り、会社法下では、公開会社と閉鎖会社との新株発行手続について明確に区別された規定ぶりとなっている。この中で、閉鎖会社においては、株主割当てを行う場合にも既存株主保護の観点から株主総会の特別決議が必要とされており、既存株主の利益保護が前面に出された規定となっている。そして、この立法趣旨を裏付けるように最高裁の判断においても、株主総会決議を欠いた募集株式発行は無効であるとし、従来の最高裁判断を転換しているものと見受けられる⁴¹⁾。

とりわけ、経営権維持・強化を主目的とした著しく不公正な方法の第三者割当ての発行では、第三者割当てを受けなかった既存株主⁴²⁾にとって株式比率希釈化の不利益を回復させることが困難であり、かつ経済的回復も期待できない上、第三者割当てを受けた特定株主の安全を保護する必要性も相対的に低い。したがって、閉鎖会社において著しく不公正な方法による発行が行われた場合には、無効事由に該当すると解することが相当である。

閉鎖会社の株主の場合は、予め株式譲渡制限が付されている前提で株式を引き受けたり、譲渡されていることから、特段、公開会社の株主の保護と区別す

41) 学界では、会社法下における閉鎖会社における新株発行では、「既存株主の割当てを受ける権利を無視して行われた新株発行は無効事由となると解する」(神田秀樹『会社法(第19版)』(弘文堂、2017年)151頁)との主張に見られるように、もはや閉鎖会社の無効事由を狭く解す必要はないとの意見が多数(関俊彦『会社法概論(全訂第2版)』(商事法務、2009年)182頁、江頭・前掲注(3)770頁、伊藤靖史=大杉謙一=田中亘=松井秀征『会社法(第3版)』(有斐閣、2015年)329頁等)を占めている。

42) 新株発行に不知である既存株式取得予定者も含むと考えてよいであろう。

る必要はないとの意見もあるかもしれない。しかし、同族会社かつ閉鎖会社において典型的に見られるように、途中から経営方針や手法の違いによって、経営者と株主との間や株主である経営者間で鋭く対立するケースが散見される。このような場合、閉鎖会社の株主は、株式を引き受けた時点とは状況が変化して、株主としての利益が大きく毀損される可能性が高まる上に、情報開示が十分に行われない中で新株発行が行われたという状況が大いに有り得る状況にある⁴³⁾。

今後においても、経営の支配権を巡って著しく不公正な新株発行についての争いは起こるであろう。その際、閉鎖会社においては、裁判所が著しく不公正な新株発行を無効とする判断を行うか注目していきたい。

43) 過去の事案(最一小判平成6・7・14前掲注・(13))でも、会社内の取締役間の支配権を巡る争いが発生する中、新株の発行を隠しつつ、自ら全ての株式を引き受けるように画策するなどが行われている。