

従業員持株会支援会を割当先とする第三者割当ての方式による新株発行が、著しく不公正な方法による発行であるとは認められないとして、その発行を差し止める旨の申立てが却下された事例

（東京高裁平成24年7月12日決定（平成24年（ラ）第1457号、新株発行差し止め処分命令申立）
却下事件に対する抗告事件）資料版商事法務341号27頁、金融商事判例1400号52頁

久保寛展*

一. 事実の概要

債務者である Y 社は、石油製品の販売、自転車の製造販売等を目的に、JASDAQ 市場に株式を上場している、取締役会および監査役会を設置した株式会社であり、平成24年6月15日当時の発行済株式総数は、755万2000株であり、総株主の議決権数は7490個であった。Y 社の株主である X（債権者）は、このうち158万4400株（議決権数1584個、総株主の議決権数に占める割合は21.14%）の Y 社の株式を有する筆頭株主であり、昭和57年6月29日から平成22年1月31日まで Y 社の代表取締役を務め、同日に取締役および代表取締役を退任した後は、相談役として取締役会に出席している。これに対して、Y 社の代表取締役である Z1（参加人）は、平成17年6月29日以降、

*福岡大学法学部教授

Y社の取締役を務め、平成22年2月1日以降はY社の代表取締役を務め、当時1万1000株（議決権数11個）を有していたが、平成23年6月下旬ころ、Y社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を相談した結果、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である、いわゆる日本版ESOP（信託や中間法人が会社からの拠出金や金融機関からの借入れ等を利用して、従業員に付与する株式を順次または一定期間保有した後に従業員に付与する自社株式保有スキーム）の提案を受けた。

Z1は、当該制度に関心を有したことから、平成23年6月ころからその導入に向けて検討を行った結果、Y社の従業員持株会（以下、「持株会」とする）に対するY社株式の継続的かつ安定的な供給等の目的のために、SPV（Special Purpose Vehicle：特別目的事業体）としてのZ2（一般社団法人であるY社の従業員持株会支援会）を設立することで、当該Z2がY社の連帯保証を得て金融機関から金銭を借り入れ、Y社株式を取得するとともに、Y社の持株会がZ2から毎月一定額分のY社株式を時価で買い付け、Z2は、その譲渡代金をもって金融機関に借入金を返済するスキーム（以下、「本件スキーム」とする）を確立した。その後、同年11月ころにはZ2の設立に係る定款案が作成されたほか、同年12月ころにはY社、持株会およびZ2の3者間のESOPに係る協定書案および従業員持株会規約等の改正案が作成されるなど、Y社が導入するESOPの内容も確定した。なお、当該協定書案によれば、Z2が保有するY社株式の議決権の行使方法につき、①「持株会支援会（Z2）は、Y社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「持株会が保有する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いて、理事長に対する特別の指示を与えることができる」、③「Y社及びその役員は、持株会及び

持株会支援会（Z2）による議決権等の行使に係る意思決定を行う権限を有さず、事実上もこれを行ってはならず、他の一般株主に対する情報提供の範囲を超えて影響力を行使することはできない」等の定めがなされていた。

そのため、Z1は、平成24年6月ころにはY社の株価も下落し、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。しかしながら、当該提案は、取締役会においてY社の他の取締役Aおよび監査役らによって、本件スキームが経営陣の保身ではないかなどとして強硬に反対されただけでなく、Y社の役員構成をめぐってXとZ1との間に対立も生じていたことから、Z1は、一度は取締役会における採決を見送った。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、やはり強硬に反対された。それにもかかわらず、Z1は、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、Aおよび監査役らの反対があったものの、取締役Bの賛成を得て、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、Z2を割当先とした新株発行（以下、「本件新株発行」とする）に係る取締役会決議を行った。なお、平成24年3月31日当時のXの持株比率は、20.98%であるのに対し、持株会の持株比率は0.45%にすぎなかったが、本件新株発行後の持株比率は、Xが19.25%、Z2が8.14%（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）となる。

これに対して、Xは、本件新株発行は、会社法210条（以下、会社法を引用する場合、「会社」とする場合がある）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社に対して本件新株発行を仮に差し止めるよう求めた（民事保全法23条2項。以下、民事保全法を引用する場合、「民保」とする）。また、本決定では、Z2が、本手続の結果によりその権利が害される

と主張して、独立当事者参加人として参加申出をし（民事訴訟法47条1項。以下、民事訴訟法を引用する場合、「民訴」とする）、Y社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、Y社の代表取締役Z1が、Y社のために補助参加（共同訴訟的補助参加；民訴42条）をした。

二. 原決定の要旨

原審（東京地決平成24年7月9日資料版商事法務341号49頁、金判1400号45頁）は、次のように述べて、Xの本件申立てを却下し、Z2の申立ても保全の必要性がないとの理由で却下した。

「(1) 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ふべきである」。

「(2) 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Z2（参加人持株会支援会）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社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社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。

「(3) しかしながら、本件新株発行を含む本件スキームは、XとZ1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社から独立性を有するZ2（持株会支援会）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、Z2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に配慮もされているなど、経産省の検討会の報告書¹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社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社において、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」。

「(4) そうすると、本件新株発行は、XのY社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。…（以上の点を）考慮すれば、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」。

これに対して、X が抗告した。

三. 決定要旨

抗告棄却（確定）。

「(1) 当裁判所も、X (抗告人) の申立ては、本件新株発行が会社法210条に定める著しく不公正な方法によるものであると認めることはできないと、Z2 (持株会支援会) の申立ては、保全の必要性がないと判断する」。

「(2) X は、① Z1 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、Z1 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Z2 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、③ Z2 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 Z1 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、Z1 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、Z2 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、Z2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原告人の主張は理由がない。

「(3) Xは、XとZ1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、Z1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相手方（Y社）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社（相手方）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とはできない」。

「(4) Xは、Y社において本件新株発行には資金調達の実必要性がない旨主張する。

しかし、Y社は、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」。

「(5) 以上のとおり、本件新株発行が著しく不公正な方法によるものであるとの疎明は十分でないから、Xの申立ては理由がない。また、Z2の本件新株発行を仮にするよう求める旨の申立ては、保全の実必要性がない」。

四. 本決定の検討

(1) 問題の所在

本件は、JASDAQ市場に上場している債務者であるY社が、第三者割当ての方法によってZ2（持株会支援会）に新株発行を行おうとしたところ、Y社の元取締役であった債権者であるXが、本件新株発行が会社法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社に対して、本件新株発行を仮に差止めることを求めた事案である。この場合にXが著しく不公正な方法を主張したのは、本件新株発行が、Z1による持株会の議決権行使の支配を通じたY社の支配権獲得を目的とされたものであるとの判断によるものであろう。

従来、裁判例では、会社の支配権について争いがある場合に既存の株主の持株比率に重大な影響を及ぼす数の新株が発行され、当該新株が第三者に割り当てられる場合において、当該新株の発行が支配権を争う既存の株主の持株比率を低下させ、現在の経営者の支配権を維持することを主要な目的として行われたようなときは、当該新株発行が「著しく不公正な方法」であると認められるが、第三者割当てを決定する主要な目的・動機が、資金調達などの正当な目的にあったと認められるときは、著しく不公正な方法とは認められないという判断枠組み（以下、「主要目的ルール」とする）が採用されてきた。この場合、従前の裁判例では、主要目的ルールを基礎に、会社支配権の争いに介入する不当な目的と対比される資金調達や買収防衛策の必要性という正当な目的が検討されてきたが、本件では、Y社における株価および業績向上に向けた従業員の意欲や従業員を通じたコーポレート・ガバナンスの向上を目的とする本件スキームを導入する目的が不当な目的を優越するかどうか为主要な論点として扱われた点に意義がある。

さらに、本件の特徴として、Y社が取締役会および監査役会設置会社であり、取締役と監査役会設置会社との間における訴えについては、当該会社の

監査役が代表することになるが（会社386条1項）、Y社の監査役3名がXに与し、Xの主張を争わないことから、監査役に応訴を委ねた場合、馴合訴訟になる可能性が高かったという事情も存在した。そのために、新株発行の割当先であるZ2が、本件事件の結果によって自己の権利が害されるとの判断から、独立当事者参加（民訴47条1項前段（詐害防止参加）、民保7条）の申出を行い、Y社の代表取締役であるZ1についてはY社のために補助参加（共同訴訟的補助参加）の申出を行っている。このことは、監査役が会社を代表する場合において、元取締役の主張を争わない事態が生じる場合にどのような対抗策が可能かを考慮する上でも注目される²。

（2）いわゆる日本版 ESOP について

これまでもわが国では、従業員の福利厚生や勤労意欲の向上、会社に対する長期的なコミットメントを有する従業員株主の育成等を目的に、従業員持株会が広く普及してきたという事実³がある⁴。しかし、従業員の福利厚生や勤労意欲の向上等を目的としても、従業員持株会では、従業員自身が負担する小額の拠出金を主たる原資にして自社株式を順次買い増していくため、従業員持株会の自社株式保有割合はわずかなものにとどまるだけでなく、従業員は、従業員持株会から任意に株式持分を引き出すことができることなどから、その効果は限定的であるといわれてきた⁵。そのため、従業員持株会制度の効果を向上させることを目的に、近時、上場会社の間で日本版 ESOP と呼称される新たな従業員持株制度の導入が本格化したとされる。この制度では、従業員の福利厚生や勤労意欲の向上だけでなく、従業員持株会制度を安定的に運用し、経営者候補者の資質や経営の長期的要請等に精通している従業員の意思を反映した株式の議決権行使によるガバナンスの向上を図ることにより経済的效果も期待されている⁶。

もともと ESOP とは、米国の従業員退職所得法（Employee Retirement In-

come Security Act; ERISA) の下で導入された、自社株式で運用される確定拠出型年金制度であり、信託があらかじめ ESOP 導入会社の株式を取得し、当該会社の従業員の退職時に従業員が当該株式を取得できる仕組みのことをいうが⁷、日本版 ESOP は、米国の ESOP のうち企業が銀行からの借入れを利用し株式を一括で取得して、従業員に分配する「レバレッジド ESOP」⁸を参考にしながら設計されたインセンティブ制度であると説明される⁹。しかし、日本版 ESOP では、従業員が最終的に自社株式を取得する点では米国の ESOP と共通する一方、従業員が自社株式を取得する時期を、退職時以外に設定でき、さらに仮に従業員が退職時に自社株式を取得できる仕組みにしたとしても、厚生年金基金や確定給付企業年金などの既存の企業年金の枠外で行われることが想定されているために、米国の ESOP とは異なる制度であると理解されている¹⁰。

この日本版 ESOP を前提とした場合、大別すると、まず、従来からわが国の企業の間で広く利用されてきた従業員持株会を基礎とした、従業員持株会発展型 ESOP としてのスキームがある¹¹。これは、導入企業のピークルが、従業員持株会が導入企業からの拠出金や金融機関からの借入れ等を利用して¹²、将来取得する予定の当該企業の発行株式をあらかじめ確保し、当該ピークルが従業員持株会に対し定期的にその一部を譲渡して、従業員持株制度の安定的な運用を図るものである。この形式には、さらにどのピークルで株式を取得するかによって、信託を用いる場合（信託型）¹³と一般社団法人を用いる場合（一般社団法人（中間法人）型）がある。これに対して、従業員持株会を使用せずに、主として従業員退職給付信託を応用した退職給付型 ESOP としてのスキームもあり、これは、導入企業の設定した信託が、想定する退職者の規模に応じて株式を取得し、その後、当該信託が個々の従業員に対して、それぞれの退職時に当該株式を交付するものである。この形式も、会社がどのピークルに拠出するかによって、直接資金拠出型と取得条項付新

株予約権利用型に分類される。このような分類のうち本件で利用された形態は、一般社団法人を利用した従業員持株会発展型のスキームであると解される。

（3）日本版 ESOP における不公正発行

本決定は、原決定も同様に、「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ふべきである」という判断枠組みを採用している。過去の裁判例では、これまで当該判断枠組みが採用され、実際に裁判所も、会社に具体的な資金調達目的がある限り、経営支配権の維持が主要目的であるとは容易に認めず、結果として新株発行を容認する傾向にあったとされる¹⁴。本決定でも、当該判断枠組みに準拠している点では何ら特徴は見当たらず、その限りでは新たな判断を付け加えたものではなく、資金調達目的に関しても、サイクルショップの新店に伴う新株発行による資金調達が認定されているところではある。しかしながら、この場合に本決定でも原決定でも、必ずしも現経営陣の支配権維持目的と対比される資金調達の必要性に主眼が置かれているわけではなく、むしろ日本版 ESOP の導入による従業員のインセンティブの向上等に主眼が置かれていることは明らかであって¹⁵、そうであれば、たしかにこの後者の主眼が主要目的のルールにおける資金調達目的以外の正当な主要目的を認めたものと解することも可能であろう¹⁶。本決定のように日本版 ESOP の導入目的の場合には、資金調達目的を正面からは主張

しにくいという事案の特殊性も存在するとの指摘もある¹⁷。

しかし問題となるのは、第三者割当方式による新株発行に際して、不公正発行に該当しない日本版 ESOP の導入を、どのような場合に評価できるかである。もちろん、日本版 ESOP の導入目的が存在すれば直ちに不公正発行には該当しないとの評価は適切でないことは当然であろう¹⁸。この評価につき、本決定では、次のような詳細な検討を行うことによって、不公正発行の該当性を否定している。すなわち、①本件スキームの検討がいつ開始されかつ導入されたのかについて、X との関係が比較的良好であった平成23年6月下旬以降に、弁護士、公認会計士等を交えて、新 ESOP 報告書に沿った形で本件スキームの検討を開始し（原決定では、少なくとも平成24年4月以降から X と Z1 との間での対立が認められている）、平成24年6月13日の取締役会に本件スキームの導入を提案したこと。②Z2 に帰属する株式の議決権行使に際して会社経営陣の不当な支配が及ばない配慮がなされていたかどうかについて、Z1 が X の影響力を排除するために本件スキームの検討を開始したものではなく、本件スキームは新 ESOP 報告書の内容におおむね沿って作られており、また Z2 の理事は、本件スキーム導入の際紹介を受けたそれまで Z1 との面識がない公認会計士であったこと。③本件スキームの導入目的に適合した制度設計がなされていたかどうかについて、本件スキームが新 ESOP 報告書に沿って作られ、Z2 の解散時期も検討されていることから導入目的に適合した制度設計であること。さらに、④ X が本件新株発行によってどのような不利益を受けるかについて、X の持株比率につき20.98%から19.25%への低下（1.73%）が認められるが、当該持株比率の変動は著しいものとはいえず、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ことはないこと¹⁹、である。このような詳細な検討を通じて、不公正発行の該当性を否定しており²⁰、評価過程において何か特段の問題があるようには思われない²¹。ただし、もし問題があるとすれば、

これらの検討に際して、本件スキームが新 ESOP 報告書に沿った形で作られたことが重視されていることから、そもそも法的拘束力のない当該報告書にどのような法的価値が認められるかであろう。

以上のような検討を基礎に、本件スキームの導入においては、結果として現経営陣の支配権維持目的はないものと判断された。本決定における新株発行は、新株予約権の発行の場合と同様に、資金需要や他企業との提携の需要をただちに満たすことが困難である²²という事案の特殊性がある以上、事案に基づく詳細な検討が必要であったことに疑いはなからう²³。しかし、このような裁判所の検討の結果として根拠づけられたのは、資金調達目的に代わる主要目的としての日本版 ESOP の導入目的というよりも、むしろ日本版 ESOP の導入が現経営陣の支配権維持の結果を伴うことを認めたいうえで、事案の特殊性から単純に不当目的としての支配権維持を達成するものではないことのように思われる。そもそも第三者割当て方式によらなければ、本件新株発行による日本版 ESOP の導入目的を達成できないとすれば、不公正発行の該当性の判断に際して、資金調達の必要性を要求されないとするのも、あながち不合理なことではなからう²⁴。

（４）馴合訴訟の危険性

本決定では、Y 社が監査役会設置会社であるのに対し、X が Y 社の元取締役であったことから、Y 社を代表する者は Y 社の監査役であるとされた（会社386条 1 項）。しかし、Y 社の監査役 3 名全員が X に与する立場であったので、監査役らに応訴を委ねた場合、馴合訴訟になる可能性が高かったという事情も存在した。

監査役会設置会社と取締役（取締役であった者も含む。会社386条括弧書き）との間の訴訟について監査役が会社を代表する趣旨および目的が、訴訟の相手方が同僚の取締役である場合には会社の利益よりもその取締役の利益

を優先させ、いわゆる馴合訴訟により会社の利益を害するおそれがあることから、これを防止することにあることは、これまで判例上も認められていた²⁵。しかし、本件では、XならびにXに与する監査役とZ1が、本件新株発行を推進するか否かにつき対立し、また取締役の選任議案に対しても対立していた事情からすれば、取締役間の仲間意識による馴合いではなく、むしろ監査役が会社を代表することに基づき馴合訴訟の危険性を生ぜしめたものと考えられる²⁶。このような状況においても、Y社の監査役がXの主張を争わないことによる馴合訴訟あるいはその危険を回避するために、Z1の共同訴訟的補助参加ならびにZ2の独立当事者参加を認めたことについては適切であったように思われる（なお、民事保全手続の場合にも、特別の定めがある場合を除き、民事訴訟法の規定が準用されるので（民保7条）、当該保全事件の結果について利害関係を有する第三者の補助参加（民訴42条）ならびに独立当事者参加（民訴47条）においても、民事保全手続への準用が認められる）。もっとも、Xによる本件新株発行の差止めが認容されることで、Z2に対して不利な判決効が及ぶことになることから、Z2がいわゆる「訴訟の結果によって権利が害されることを主張する第三者（詐害防止参加）」に該当することになるとしても、単にY社の監査役がXに与する立場であったことにより、どの程度、訴訟追行に対する詐害意思を客観的に認定できるかについては検討を要しよう²⁷。しかしながら、この場合において馴合いによって主張立証の懈怠の危険性があると考えれば、馴合い自体によって客観的にも詐害意思が認められうると考慮され²⁸、その意味ではZ2が独立当事者参加の申出をなしたことに問題はないものと思われる。

さらに、Z1がY社のために補助参加をしたが、この場合の補助参加は、会社組織に関する訴訟（会社838条）のように判決効の第三者への拡張が認められる場合において、当該第三者が補助参加するところの共同訴訟的補助参加であると解される。当該補助参加では、第三者である参加人も判決効に

服することから、当事者の地位に近づき、被参加人からの制約を受けずに訴訟活動をするのが保障されるべきであるので、参加人の地位・権限は強化されることになる²⁹。共同訴訟的補助参加人は、たとえ被参加人の行為と抵触する場合であっても訴訟行為ができる³⁰ことに特徴があることからすれば、本件のように馴合訴訟あるいはその危険が存在する場合において共同訴訟的補助参加人であるZ1にこのような地位を認めることにも問題はないように思われる。

もっとも、本決定も原決定も、本件新株発行が著しく不公正な方法によるものとの説明は十分でないことを根拠に、Xの申立てには理由がないとして却下しており、これによってZ2による本件新株発行を仮にするよう求める旨の申立てについて、保全の必要性がないとしている。

五. 結語

以上の考察から、本決定は、不公正発行との関連において日本版ESOPとしての本件スキームが問題とされたはじめての事案として、一定の意義を有することに疑いはなく、日本版ESOPの導入に際して行われる第三者割当方式による新株発行について、著しく不公正な方法とは認められないとした本判決の結論に賛成したい。ただし、日本版ESOPの導入目的の一つに、従業員を通じたコーポレート・ガバナンスの向上があげられるが、平成23年度3月末現在の従業員持株制度を有する調査対象会社1976社において、単元株ベースでの上場単元数に占める持株会保有単元数の割合は、0.92%にすぎないことから、どの程度、従業員（持株会）による議決権行使を通じたガバナンスの向上が図られるのか、導入目的との関連で疑問がないわけではない³¹。

* 本稿は、第637回九州大学産業法研究会における報告に基づき作成したものである。

(注)

- 1 この報告書は、平成20年11月17日付の新たな自社株式保有スキーム検討会による「新たな自社株式保有スキームに関する報告書」のことを指す。本報告書については、経済産業省のホームページ (http://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/keizaihousei/esop_houkoku.pdf) において参照することができる。以下では、「新 ESOP 報告書」として引用する。
- 2 河津博史「本件解説」銀法751号62頁（2012）。
- 3 東京株式懇話会会報「資料・平成22年度従業員持株会状況調査結果の概要について」722号127頁以下（2011）によれば、平成23年3月末現在の東京証券取引所上場内国会社2280社のうち、大和証券、大和証券キャピタル・マーケット、日興コーディアル証券、野村証券、みずほ証券および三菱UFJモルガン・スタンレー証券の6社のいずれかと事務委託契約を締結している従業員持株制度を有する内国会社1976社を対象に調査が行われている。対象会社1976社の従業員持株会が保有している株式の時価総額は、2兆8224億円であり、調査対象会社全体の時価総額(274兆7885億円)に占める従業員持株会の株式保有金額の比率は、1.03%であり、従業員持株会の加入者1人当たりの平均保有金額は、129.5万円、平均保有単元数は7.61単元となっている。
- 4 なお、従業員持株制度のメリット・デメリットの整理については、武井一浩＝有吉尚哉「従業員の株式保有—日本の経済成長戦略・市場活性化策の観点から—」『金融危機後の資本市場法制』（資本市場研究会・2010）276頁以下。
- 5 新 ESOP 報告書2頁、田中明夫「経済産業省『新たな自社株式保有スキーム検討会』報告書の概要—日本版 ESOP の導入に向けて—」商事法務1852号13頁（2008）、有吉直哉「日本版 ESOP の法的論点と実務対応〔上〕」商事法務1881号25頁（2009）など参照。
- 6 新 ESOP 報告書2頁、有吉・前掲注(5)26頁。
- 7 田中・前掲注(5)14頁。
- 8 レバレッジド ESOP については、野村亜紀子「日本版 ESOP の導入可能性」太田洋＝中山龍太郎編『敵対的 M&A 対応の最先端—その理論と実務—』（商事法務・2005）259頁以下、同「米国公開企業による ESOP の活用とわが国への示唆」資本市場クォーターリー9巻3号143頁（2006）、太田洋＝松原大祐「従業員持株会発展型の設計は可能なのか？日本版 ESOP の法的論点」経理情報1134号12頁（2006）、石田眞「『日本版 ESOP』と米国の ESOP との構造比較—一制度設計の違いを中心に—」富大経済論集55巻3号3頁以下（2010）など参照。
- 9 太田洋〔監修〕『新しい持株会設立・運営の実務』（商事法務・2011）232頁、太田＝松原・前掲注(8)12頁。
- 10 田中・前掲注(5)14頁。

- 11 日本版 ESOP の類型に係る説明として、太田〔監〕・前掲注(9)232-233頁、鈴木謙輔「日本版 ESOP に係る動向等について」信託241号96頁以下（2010）。
- 12 なお、導入企業からの拠出金や、導入企業による損失補償契約のある金融機関からの借入れが「会社の計算による自己株式の取得」に該当するかどうかの問題が生じる。この場合の該当性判断に際しては、①取得に用いる資金の出所、②取得のための取引に関する意思決定の所在（取引相手方の選択、買付価格の決定、買付時期など）、③取得した株式に対する支配の所在（株式の処分や株主権行使に関する権限の所在、配当や売買差損益の帰属）を総合的に考慮して決定される（学説につき、たとえば龍田節「会社の計算による自己株式の取得」法学論叢138巻4・5・6号5頁以下（1996））。しかし、従業員に対する奨励金の支給やピークルが行う借入れに対する債務保証のように、実質的に株式の取得財源が導入企業から拠出されたとしても、従業員の福利厚生や勤労インセンティブの向上等に資し、ピークルによる借入債務について十分な返済可能性があれば、ただちに自己の計算による自己株式の取得に該当しない（新 ESOP 報告書15頁以下）。
- 13 日本経済新聞2011年6月10日夕刊1面、2012年1月7日夕刊1面、2012年4月19日朝刊15面によれば、安定株主の確保を狙い、信託型の従業員持株制度を導入する企業が増加しているとされる。なお、信託の仕組みを使った新しい従業員持株信託の導入と問題点につき、吉原裕人＝橋本基美＝太田洋＝矢野正紘「信託型従業員持株インセンティブ・プランの設計と法的論点」商事法務1786号22頁（2006）、片木晴彦「信託利用型従業員持株インセンティブ・プラン」商事法務1814号12頁以下（2007）、弥永真生『会社法の実践トピックス24』（日本評論社・2009）112頁以下、同「子会社と関連会社」前田庸先生喜寿記念『企業法の変遷』（有斐閣・2009）456頁以下、菅良彦＝橋本基美＝加賀信行「日本版 ESOP の概況と導入に当たっての留意点」企業会計62巻4号65頁以下（2010）などを参照。
- 14 江頭憲治郎『株式会社法〔第4版〕』（有斐閣・2011）708-709頁、田中亘『企業買収と防衛策』（商事法務・2012）113頁。いわゆる主要目的ルールにおいて、発行会社が具体的な資金調達目的を示せず、新株発行の差止めの仮処分が認容された裁判例としては、東京地決平成元年7月25日判例時報1317号28頁、東京地決平成10年6月11日資料版商事法務173号193頁、さいたま地決平成19年6月22日金融商事判例1270号55頁、東京地決平成20年6月23日金融商事判例1296号10頁などがあるのに対し、発行会社による資金調達目的を肯定し、差止めの仮処分が認容されなかった裁判例としては、大阪地決昭和62年11月18日判例時報1290号144頁、東京地決昭和63年12月2日判例時報1302号146頁、東京地決平成元年9月5日判例時報1323号48頁、大阪地決平成2年7月12日判例時報1364号104頁、東京地決平成16年7月30日判例時報1874号143頁、東京高決平成16年8月4日金融商事判例1201号4頁、大阪地決平成16年9月27日金融商事判例1204号6頁、東京地決平成18年7月26日資料版商事法務270号257頁、

大阪地決平成18年12月13日判例時報1967号139頁、仙台地決平成19年6月1日金融商事判例1270号63頁、横浜地決平成19年6月4日金融商事判例1270号67頁などがある。

もっとも、新株発行ではなく、新株予約権の発行に係る事件である最決平成19年8月7日民集61巻5号2215頁（ブルドックソース事件）でも、「株主に割り当てられる新株予約権の内容に差別のある新株予約権無償割当てが、会社の企業価値ひいては株主の共同の利益を維持するためではなく、専ら経営を担当している取締役等又はこれを支持する特定の株主の経営支配権を維持するためのものである場合には、その新株予約権無償割当ては原則として著しく不公正な方法によるものと解すべきであるが、本件新株予約権無償割当てが、そのような場合に該当しない」と述べており、主要目的のルールを判断枠組みを踏襲している。しかし、新株予約権の発行との関係においては、資金調達目的に注目せずに、主要目的のルールを適用することが、学説（神田秀樹『会社法〔第15版〕』（弘文堂・2013）157頁では、新株予約権の発行に資金調達の必要性は要求されないとする）においても、裁判実務（東京高決平成17年3月23日判例時報1899号56頁では、取締役会は、対抗手段として必要性や相当性が認められる限り、経営支配権の維持・確保を主要な目的とする新株予約権の発行を行うことが正当なものとして許されるとする）においても想定されていたとされる（弥永真生「日本版ESOPと新株発行差止め」ジュリスト1447号3頁（2012））。

これに対して、会社の権限分配上、取締役は会社支配の所在に関して決定権限を有しないから、支配の帰属をめぐる争いのある時期に第三者割当てによる募集株式の発行等を行うことは、原則として著しく不公正な発行に当たるとの見解もあるところである（機関権限の分配秩序論：森本滋「新株の発行と株主の地位」法学論叢104巻2号16-17頁（1979）、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725-727頁（1986）、川浜昇「株式会社の支配争奪と取締役の行動の規制（3・完）」民商法雑誌95巻4号491-492頁（1987）参照）。

- 15 弥永・前掲注(14)3頁、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8頁（2013）。なお、新株発行の主要目的が、従業員の福利厚生であるか否かが、判断の基準として重要な意味を有すると主張する見解として、新谷勝『新しい従業員持株制度—安定株主の確保・ESOP—』（税務経理協会・2008）76頁。
- 16 弥永・前掲注(14)3頁。
- 17 白井正和「本件判批」平成24年度重要判例解説（ジュリスト1453号）98頁。
- 18 白井・前掲注(17)98頁。
- 19 なお、本件では、債権者であるXは自然人であったことから、別段の検討を要しないが、仮にXが関連会社であった場合において、持株基準である議決権の20%を下回ることで関連会社の範囲から除外される場合には（連結財務諸表規則2条7号、財務諸表等規則8条5項、

- 6項1号、2号参照）、このことがはたして新株発行により不利益を受けないと評価できるかどうか、改めて検討を要しよう。
- 20 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717頁（1997）によれば、アメリカ法を参考に、会社に内紛がある時期に急遽従業員持株会の創設、拡大の計画を立て、新株発行を行ったような場合には、新株発行の必要性が疑われ、従業員持株会創設・拡大が主要目的であったかどうかは疑問であるとする。少なくとも本件では、①のように本件スキームの導入時期が、内紛が生じる以前であることからすれば、日本版ESOPの導入目的が認められやすい状況にあったといえる。
- 21 もっとも、Y社において本当に日本版ESOPの導入が必要であったかどうかの検討が、必ずしも十分にはなされておらず、導入の必要性の検討も、不公正発行該当性の判断の一つの要素として位置づけられることが望ましいのと指摘もある（白井・前掲注(17)98頁）。
- 22 神田秀樹編『会社法コメンタール5—株式〔3〕』〔洲崎博史〕（商事法務・2013）119頁。
- 23 白井・前掲注(17)98頁。
- 24 新株予約権の発行の場合には、募集株式発行の場合と異なり、新株予約権の発行に資金調達の必要性は要求されないとの学説が存在するところである（神田・前掲注(14)157頁）。なお、やや古い裁判例ではあるが、大阪地判堺支部昭和48年11月29日判例時報731号85頁では、「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・従来取引先などにかこなく犠牲を強い、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」とし、新株発行による資金調達の必要性を考慮した裁判例が存在する。
- 25 最判平成15年12月16日民集57巻11号2265頁、最判平成9年12月16日最高裁判所裁判集民事186号625頁（いずれも農業協同組合の事件）、最判平成5年3月30日民集47巻4号3439頁。
- 26 白井・前掲注(17)98頁。
- 27 許害防止参加につき、具体的にどのような場合に許されるかという問題があり、学説では、かつて法律上判決効が及ぶ場合にのみ限定する説もあったが（兼子一『新修民事訴訟法体系〔増訂版〕』（酒井書店・1965）413頁）、今日では、馴合いにより事実上不利益が生ずる場合でよいとする許害意思説が多数説である（三ヶ月章『民事訴訟法〔第3版〕』（弘文堂・1996）269頁、伊藤眞『民事訴訟法〔第4版〕』（有斐閣・2011）649頁、新堂幸司『新民事訴訟法〔第5版〕』（弘文堂・2011）828頁、高橋宏志『重点講義民事訴訟法〔下〕〔第2版〕』（有斐閣・2012）495頁など参照）。

- 28 高橋・前掲注(27)495頁参照。
- 29 高橋・前掲注(27)465頁。
- 30 たとえば伊藤・前掲注(27)642頁、高橋・前掲注(27)465頁。
- 31 和田宗久「本件判研」金融商事判例1415号6頁(2013)参照。なお、和田・前掲7頁では、一定の支配権変動を伴うESOPの導入につき、今後はソフト・ローとしてガイドライン等の創設や立法上の手当ても検討されていくべきである旨が指摘されている。