

# 非公開会社における株主総会の特別決議を欠く新株発行の効力を否定した判例と従前の判例との整合性に関する一考察

遠藤 啓之

## 1 はじめに

従来、必要な株主総会決議を欠く新株発行であっても、取締役会決議に基づいて代表権を有する取締役が行ったものであれば、新株発行無効の原因とはならないとするのが判例であった（最判昭和40年10月8日民集19巻7号1745頁（以下「昭和40年最判」という。）、最判昭和46年7月16日集民103号407頁（以下「昭和46年最判」といい、昭和40年最判とあわせて「従前最判」という。）。なお、必要な取締役会決議を欠く新株発行を有効なものとした最判昭和36年3月31日民集15巻3号645頁（以下「昭和36年最判」という。）が従前最判の先例であり、最判平成6年7月14日集民172号771頁（以下「平成6年最判」といい、従前最判及び昭和36年最判と合わせて「従前最判等」という。）も同様の判断をした。）しかし、最高裁平成24年4月24日判決民集66巻6号2908頁（以下「本件最判」という。）によって、非公開会社（公開会社ではない株式会社）における事例ではあるが、株主総会の特別決議を経ないまま第三者割当の方法によってなされた募集株式発行は、無効事由があるとされた。

そこで、本論文では、従前最判等と本件最判の整合性について考察する。

## 2 従前最判等の俯瞰

従前最判は、新株発行にあたって必要な株主総会決議を欠く場合でも新株発行の効力には影響を与えず、有効であるとの立場をとっていた。その先駆として、昭和40年最判があげられる。

### （1）昭和40年最判

この判決は、上場会社における新株発行の事案

であったが、株主総会の特別決議を欠く新株発行について、「新株引受権を株主以外の者に付与することについては株主総会の特別決議を要するのであるが、すでに取締役会の決定に基づき対外的に会社の代表権限を有する取締役が当該新株を発行したものであるかぎり、右第三者引受についての株主総会の特別決議がなされなかつたことは、新株発行無効の原因となるものではないと解すべきである。」と一般的規範を打ち立てる。

そして、これに続けて、その理由について、「新株の発行は、元来株式会社の組織に関するものではあるが、授權資本制度を採用する現行商法が新株発行の権限を取締役に委ねており、ただ株主以外の者に新株引受権を与える場合には、株式の額面無額面の別、種類、数及び最低発行価額について株主総会の特別決議を要するに過ぎないものとしている点等にかんがみるときは、新株発行は、むしろ会社の業務執行に準ずるものとして、取り扱っているものと解するのを相当とすべく、右株主総会の特別決議の要件も、取締役会の権限行使についての内部的要件であつて、取締役会の決議に基づき代表権を有する取締役によりすでに発行された新株の効力については、会社内部の手續の欠陥を理由にその効力を否定するよりは、右新株の取得者および会社債権者の保護等の外部取引の安全に重点を置いてこれを決するのが妥当であり、したがって新株発行につき株主総会の決議のなかつた欠陥があつても、これをもつて新株の発行を無効とすべきではなく、取締役の責任問題等として処理するのが相当であるからである。」とする。

理由付けを見ると、新株発行を株式会社の組織＝株主の増加としてとらえるのではなく、むしろ、授權資本制度の下、新株発行の権限が取締役に委ねられており、株主以外の者（第三者）に新株引受権を与える場合に、株式の額面無額面の別、種類、数及び最低発行価額について株主総会の特

別決議を要するに過ぎないものとしている点等から、新株発行は会社の業務執行に準ずるものであるととらえ、内部的要件に過ぎない株主総会の特別決議を経ない場合であっても、代表権を有する取締役によって発行された新株の効力は、有効である、というものである。そして、この理由付けの背景には、取締役会決議を欠いて行われた新株発行が有効であるとした昭和36年最判がある。

昭和40年最判の理由付けについて、判例解説担当調査官は、新株発行における「法益の比較衡量の問題」であるとする<sup>(1)</sup>。すなわち、新株発行の権限が取締役に委ねられている授権資本制度の下で第三者引受について株主総会特別決議が要求される趣旨について、①発行価額の公正性及び②既存株主の持ち分比率の保護があるが、①については、制度上、事前差止請求、取締役に対する損害賠償請求等により会社資産の回復、株価の回復によることができる、②については、会社の資金需要との兼ね合いから第三者割当てについては株主総会の特別決議を要することとして既存株主の保護を図っているが、授権資本制度を前提とすると、発行可能株式全部について株主に新株引受権がある旨の定款規定がない限り、すなわち、取締役に授権しないことを定款に明示しない限り、守りえない法益であるとして、持ち株比率を不当に変更する不公正発行については、事前の差止請求の対象とするにとどめており、一度発行された後の取引の安全という法益の前では、後退するとする。そして、さらに進んで、「新株引受権第三者付与につき株主総会の特別決議に属せしめることによって守ろうとする法益は、到底、新株発行を無効とすることによる法益の侵害を許容する程度のものではない。結局、単なる新株発行の内部手段の一つにすぎない株主総会の権限は、取引安全のためにその道を譲らなければならないものであろう。」とする。

## (2) 昭和46年最判

この判決は、昭和40年最判の事案と同じく上場会社の新株発行であったが、株主総会の特別決議を欠くのみならず、有利発行にあたる場合の新株発行の効力についての一般的規範として、「株式会社代表取締役が新株を発行した場合には、右新株が、株主総会の特別決議を経ることなく、株

主以外の者に対して特に有利な発行価額をもつて発行されたものであつても、その瑕疵は、新株発行無効の原因とはならないものと解すべきである。」とし、その理由づけとして、昭和40年最判を挙げる。

昭和40年最判においては、株主総会の特別決議を経ない第三者割当の新株発行の効力を有効としたが、昭和46年最判は、さらに進めて、株主総会の特別決議を経ない有利発行である第三者割当の新株発行の効力をも有効としたのである。

昭和40年最判の調査官解説において指摘されていた、①発行価額の公正性についても、「単なる新株発行の内部手段の一つにすぎない株主総会の権限は、まさに取引の安全のためにその道を譲った」ということになる。

もともと、学説<sup>(2)</sup>の中には、旧商法においても機関権限分配の法理及び制度としての新株発行法制から、「募集株式という法律行為の不可欠の意思表示」としての株主総会を欠く募集株式発行は、無効であると解するべきであるとするものがあつた<sup>(3)</sup>。法が会社の法律行為についての権限をわざわざ会社の各機関に割り当てている以上、それは、当該法律行為において「単なる動機や内部手続ではない」重要な手続であり、通常の新株発行と比べてより強い人的・物的組織の拡大である法律行為としての有利発行の場合、不可欠の会社の意思表示である株主総会の特別決議を欠く新株発行は、重大な手続違反としての無効の瑕疵を帯びる、という考え方であるといえる。

なお、昭和46年最判の原審（控訴審）である東京高判昭和46年1月28日判例時報622号103頁は、この事案の問題を株主総会を経ない有利発行にあたるか否かという観点から検討し、「(昭和41年改正の)旧商法280条の2第2項(会社法第199条に相当)にいう特に有利な発行価額とは通常新株を発行する場合に発行価額とすべき価額、つまり公正な発行価額と比較して特に低い価額をいい、しかして公正な発行価額というのは、新株の発行が会社の資金調達のために行われ、従つて新株の全部について引受および払込がなされることを要する反面、新株の発行によつて旧株主の有する株式の価額が低落し旧株主が不利益を被ることを極力防止することを要する点にかんがみるときは、新株の発行により企図される資金調達の目的が達せられる限度で旧株主にとり

最も有利な価額であると解される」とした上で、詳細な事実認定を行い、事案として「少なくとも著しく不公正な価額、すなわち特に有利な発行価額であるといえないことは明らかである。」として、同法違反はないとする。

### (3) 平成6年最判

この判決は、昭和40年最判及び昭和46年最判とは異なり、小規模閉鎖会社（判文上譲渡制限会社であるとの認定はされていない。）における取締役会決議を欠く新株発行の効力が問題になった事案である。

平成6年最判の原審は、「著しく不公正な方法による新株発行は特別の事情がある場合に限り無効となる」とし、発行された新株が引受人の下にとどまり、取引の安全のために新株発行を無効とすることを特に制限する事情がなく、発行会社が小規模で閉鎖的な会社で、新株発行の目的が役員自己保身であったとの事実認定を総合して、特別事情がある場合に当たり、新株発行は無効であるとした<sup>(4)</sup>。

もともと、平成6年最判は、小規模閉鎖会社における必要な取締役会決議を欠く新株発行の効力について、「新株発行は、株式会社の組織に関するものであるとはいえ、会社の業務執行に準じて取り扱われるものであるから、右会社を代表する権限のある取締役が新株を発行した以上、たとえ、新株発行に関する有効な取締役会の決議がなくても、右新株の発行が有効であることは、当裁判所の判例（引用者注：昭和36年最判）の示すところである。この理は、新株が著しく不公正な方法により発行された場合であっても、異なるところがないものというべきである。また、発行された新株がその会社の取締役の地位にある者によって引き受けられ、その者が現に保有していること、あるいは新株を発行した会社が小規模で閉鎖的な会社であることなど、原判示の事情は、右の結論に影響を及ぼすものではない。」とした。

そして、その理由として、「新株の発行が会社と取引関係に立つ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にかんがみれば、その効力を画一的に判断する必要があり、右のような事情の有無（引用者注：発行新株が引受人にとどまっていること、発行会社が小規模閉鎖会社であること）によってこれを個々の事案ごと

に判断することは相当でないからである。」として、特段の事情による無効化の可能性があり得ないとする。

### (4) 従前最判等のまとめ

従前最判等は、旧商法下において、およそ代表権限のある取締役がなした業務執行に準ずるものとしての新株発行がなされた以上、取引の安全の前に既存株主の持ち株比率の保護は道を譲り、必要な株主総会決議を欠く新株発行であっても無効とはならないとし、必要な取締役会決議を欠く事例であるが、自己保身を目的とした取締役会決議を欠く著しく不公正な方法によりなされた新株発行であっても同様であり、小規模閉鎖会社であることは無効化の特段の事情とはなり得ない、としてきた。

## 3 会社法下における裁判例

(1) 会社法下で最初に必要な株主総会の特別決議を欠く新株発行について、無効としたのは、横浜地判平成21年10月16日判例時報2092号148頁(以下「横浜地裁判例」という。)である。

横浜地裁判例は、まず、「株式譲渡制限会社において、新株発行が、株主総会の特別決議を経ずに行われたことが無効事由となるかを検討するに、新株発行が会社の業務執行に準ずるものであることからすれば、株式会社の代表取締役が新株を発行した場合には、株主総会の特別決議を経ずに発行されたものであっても、その瑕疵は、新株発行無効の原因とはならないとも考えられる。」とし、従前最判の考え方を挙げ、その上で、「しかしながら、会社法上、株式譲渡制限会社においては、公開会社とは異なり、新株発行無効の訴えの出訴期間が新株発行の効力が生じた日から一年以内と伸張されているところ、これは、株式譲渡制限会社において株主総会が開催されずに新株が発行された場合、株主総会が実際に開催されるまでは、株主が新株発行の事実を知る機会が乏しく、新株発行の事実を知らないままに出訴期間を経過してしまうことが起こりうるため、株主総会が年一回開催されなければならないことを踏まえて、出訴期間を一

年間に伸張したものである。また、会社法においては、株式譲渡制限会社と公開会社を明確に区別し、株式譲渡制限会社について、既存株主の利益保護にも配慮されていること、株式譲渡制限会社においては、発行された新株が転々流通する頻度は必ずしも高くないと思われる（特に、新株発行無効の訴えの出訴期間内に株式が頻繁に流通することは容易に想定し難い。）こと、株式譲渡制限会社において新株を発行する場合、公開会社の場合と異なり、株主に対して新株の募集事項を通知または公告しなければならない旨の規定がなく、株主総会以外に、株主が新株の発行をやめることの請求をする機会が十分に保障されていないことからすれば、既存株主の保護を図るべく、株主総会の特別決議を経ずに新株が発行された場合には、特段の事情がない限り、無効事由となると解するのが相当である。」として、一般的規範として、「株主総会の特別決議を経ずに新株が発行された場合には、特段の事情がない限り、無効事由となる」とする。

そして、さらに進んで特段の事情の有無について検討し、発行会社の単独株主である別の株式会社の代表取締役が新株発行について承諾をしないままなされたものであるから、結論として特段の事情がないとし、新株発行は無効であるとされた。

横浜地裁判例は、必要な株主総会の特別決議を欠く新株発行について無効とする理由について、①旧商法第 280 条の 15 では、新株発行無効の訴えの出訴期間がすべての株式会社において 6 か月とされていた<sup>6)</sup>が、会社法が、株式譲渡制限会社においては、次の定時株主総会まで必要な株主総会の特別決議を欠く新株発行について株主が知り得ないため、出訴期間を新株発行の効力が生じた日から 1 年以内に伸張したという立法経緯、②会社法が株式譲渡制限会社と公開会社を明確に区別し、i 株式譲渡制限会社について、既存株主の利益保護にも配慮されていること、ii 株式譲渡制限会社においては、発行された新株が転々流通する頻度は必ずしも高くないと思われること、iii 株式譲渡制限会社において新株を発行する場合、公開会社の場合と異なり、株主に対して新株の募集事項を通知または公告しなければならない旨の規定がなく、株主総会以外に、株主が新株の発行をやめるこ

との請求をする機会が十分に保障されていないことから、既存株主の保護を図る必要があること、を挙げている。いずれも会社法に改正された際に、株式発行無効の訴えについて株式譲渡制限会社の特殊性を考慮した規定ぶりがなされていることを重視したものである。なお、横浜地裁判例は、会社法施行後の平成 18 年 7 月 6 日になされた新株発行の効力が争われた事案である。

なお、横浜地裁判例は、その後の控訴審でも維持された<sup>6)</sup>。また、横浜地裁判例以外の下級審裁判例として、東京地決平成 24 年 1 月 17 日金融・商事判例 1389 号 60 頁が挙げられるが、株主総会決議を欠いて発行された新株に基づく定時株主総会での議決権行使を許してはならない旨の仮処分命令に関する保全異議申立事件の決定であり、株主総会決議を欠く新株発行の効力について無効とする実質的な理由は述べられていない。

(2) 同様の判断は、本件最判後の大阪地判平成 24 年 5 月 30 日金融・商事判例 1454 号 55 頁（以下「大阪地裁判例」という。）によってもなされた。

もともと、大阪地裁判例は、「会社法においては、株式譲渡制限会社と公開会社を明確に区別し、株式譲渡制限会社が新株を発行する際には株主総会の特別決議を必要とし、公開会社よりも新株発行の手続をより厳格にしている。これは株式譲渡制限会社において、新株発行が既存株主の持株比率を変動させることから、既存株主の持株比率の維持をできる限り保護することにある。そして、株式譲渡制限会社において新株を発行する場合、株主に対して新株の募集事項を通知又は公告することが不要とされているから、既存株主には、会社に対し、新株発行についての株主総会以外に新株発行を阻止する機会が十分に保障されていない。そうだとすれば、株主総会の決議を経ずに新株が発行されたことは、既存株主が持株比率の減少を了承していたなど特段の事情がない限り無効原因に該当するものと解するのが相当である。」と非公開会社における株主総会の特別決議を欠く新株発行に無効事由があることについてあっさり理由づけをし、さらに、既存株主が持株比率の減少を了

承していたなどの「特段の事情」によっては、有効となり得るとした。

大阪地裁判例は、結論として、特段の事情なしとして、新株発行を無効としたが、その控訴審である大阪高判平成25年4月12日金融・商事判例1454号47頁（以下「大阪高裁判例」という。）は、既存株主が全て新株発行時点において、新株発行による持株比率の減少を了承していたと認められるから、新株発行の無効原因とはならないとした。この大阪高裁判例は、上告後棄却・不受理となった。

## 4 本件最判の検討

そのような中、最高裁として非公開会社における株主総会の特別決議を欠く新株発行を初めて無効とした本件最判が出ることとなった。

### (1) 本件最判の事案

ア 被告Y社（控訴人・上告人）は、昭和56年2月19日に設立された、信用保証業務等を目的とする株式会社であり、定款上、発行株式全部について、譲渡による取得の場合、取締役会の承認を要する旨の規定が設けられている。

原告は、被告の監査役である（平成18年12月21日就任）。

補助参加人Y2～4（控訴補助参加人・上告補助参加人、以下「補助参加人ら」という。）は、いずれも昭和61年ないし62年に被告Y社に入社し、本件当時、取締役、代表取締役社長、同会長等の地位にあった者らである。

### イ 新株予約権の発行手続の推移

(ア) 平成15年6月24日、被告Y社の株主総会において、被告の業績と株主の利益向上に対する経営陣の意欲や士気の高揚を目的として、ストック・オプション制度を実施するため、商法（平成17年法律第87号による改正前のもの。以下同じ。）280条の20、21、27の第1項ただし書に基づき、以下の内容等の新株予約権（以下「本件新株予約権」という。）を発行する旨の特別決議（以下「本件総会決議」という。）がされた。

- a 目的である株式の種類及び数 普通株式6万株
- b 割当てを受ける者 平成15年6月25日及び新株予約権発行日に被告Y社の取締役の地位にある者
- c 発行する新株予約権の数 6万個（新株予約権1個当たりの目的となる株式数1株）
- d 新株予約権の発行価額 無償
- e 新株予約権の発行日 平成15年8月25日
- f 新株予約権の行使時に払込みをなすべき金額 新株予約権1個当たり750円
- g 新株予約権の行使期間 平成16年6月19日から平成25年6月24日まで
- h 新株予約権の行使条件
  - (a) 行使時において、被告Y社の取締役の地位にあること（以下「取締役条件」という。）
  - (b) その他の行使条件については、取締役会決議に基づき、被告Y社と対象取締役との間で締結する新株予約権割当契約に定めるところによる。
- (イ) 平成15年8月11日、被告Y社の取締役会において、補助参加人らに対しそれぞれ1万個、1万個、4万個の本件新株予約権を割り当てる旨の決議がされた。また、被告Y社は、同月25日、補助参加人らとの間で、本件新株予約権の内容 h (b) の授權に基づいて、新株予約権の行使条件を次の a、b と定めて、新株予約権割当契約（以下「本件割当契約」という。）を締結した。
  - a 新株予約権の行使条件
 

新株予約権者は、被告Y社の株式が、店頭売買有価証券として日本証券業協会に登録された後又は日本国内の証券取引所に上場された後6か月が経過するまで、新株予約権を行使できない（以下「上場条件」という。）。
  - b 新株予約権の喪失
 

新株予約権者は、不正行為若しくは職務上の義務違反又は懈怠があったときは、権利行使期間中であっても、新株予約権を直ちに喪失する（以下「義務違反等に

よる喪失条件」という。)

(ウ) 被告Y社は、平成17年10月頃から補助参加人Y2が収受したリベート等をめぐって税務調査を受けるようになり、税務当局から重加算税を賦課する可能性があることを指摘され、株式を公開することが困難な状況となった。

(エ) 平成18年6月19日、被告Y社の取締役会において、本件総会決議及び本件割当契約の一部を、以下のとおり変更する旨の決議（以下「本件変更決議」という。）がされ、同日、被告Y社と補助参加人Yらは、本件割当契約の内容を、本件変更決議に沿って変更する旨の契約を締結した。

- a 上場条件を撤廃する。
- b 新株予約権の行使資格を、行使時において、被告Y社の取締役、監査役、従業員、顧問及び取締役会において特に認められた者とする。
- c 本件割当契約所定の新株予約権の喪失事由を、新株予約権者の死亡及び新株予約権の放棄に限定し、義務違反等による喪失条件を撤廃する。

(オ) 平成18年6月22日以降、補助参加人Yらが本件新株予約権を行使し、被告Y社は、補助参加人Yらに対し、普通株式を発行（以下「本件新株発行」という。）した。

(カ) 被告Y社の株式は、店頭売買有価証券として日本証券業協会に登録されたことはなく、また、日本国内の証券取引所に上場されていなかった。なお、被告Y社は、本件後の平成24年12月19日に東証一部に上場している。

#### ウ 本件訴訟の提起

原告は、平成19年4月10日、本件変更決議は無効であり、本件新株発行が、本件総会決議及び本件割当契約所定の本件新株予約権の行使条件に違反して発行された旨主張して、(1) 主位的に、会社法第828条第1項第2号に基づき、本件新株発行を無効とすることを求め、(2) 予備的に、本件新株発行は当然に無効であるとして、その無効確認を求める本件訴訟を提起した。補助参加人Yらは、原告が主張する本件新株予約権の行使条件は、

本件変更決議により有効に撤廃された旨主張して争い、また、予備的請求の適法性を争った。

なお、本件新株予約権の発行は、会社法施行日前に決議がされたものであるため、その発行の手続については、商法が適用されるが、本件新株予約権の行使については、会社法施行日後にされたものであるため、会社法が適用され（会社法の施行に伴う関係法律の整備等に関する法律第98条第1項参照）、本件訴えは、会社法施行日後に提起されたものであるため、会社法が適用される（同法第111条第1項参照）。

#### (2) 地裁判決

第一審<sup>7)</sup>は、①株主総会決議で、新株予約権の行使条件の一部について、その内容の決定を取締役に委任したとしても、取締役会は、委任された趣旨に従って行使条件を決定すべきであり、いったん決定した行使条件の変更についても、委任された趣旨の範囲においてのみ許されるというべきであって、委任された趣旨に反する行使条件の決定又は変更は無効であるとし、本件において、上場条件を撤廃することは、本件新株予約権の目的それ自体を否定するに等しく、本件変更決議は、本件総会決議による授権の範囲を逸脱するものといわざるを得ないとし、②法は、新株予約権の発行価額の払込期日（無償発行の場合には発行日）の2週間前に新株予約権事項を公告又は通知すべき旨定めるが（商法280条の23）、新株予約権の行使については、公告又は通知に関する規定が設けられておらず、新株予約権の払込価額全額の払込みをして新株予約権を行使した新株予約権者は、当該新株予約権を行使した日に、当該新株予約権の目的である株式の株主となる（会社法282条）から、新株予約権の行使が行使条件に違反する場合であっても、株主がこれを察知して、新株発行を事前に差し止めることは事実上不可能に等しく、株主は、行使条件に違反する新株予約権の行使による新株の発行を事前に差し止めることは事実上不可能に等しいにもかかわらず、行使条件に違反する新株予約権の行使により、株式の財産的価値の低下という損害を被ることになるが、このような結果を容認することは、第三者有利発行に係る新株予約権の行使条件の決定について株

主総会特別決議を要求し、株主の負担に帰す第三者に対する過度の財産上の利益提供の防止を図った法の趣旨（商法280条の21第1項、同条の20第2項6号）を没却することになる、株主は、新株予約権の行使に関与した取締役又は新株予約権を行使した者に対して損害賠償を請求することもできるとしても、株主の救済として実効性があるとはいえないとして、第三者有利発行に係る新株予約権の行使条件に違反する新株予約権の行使は、当該行使条件が、新株予約権の目的に照らして細目的な行使条件であるといえない限り、新株発行の無効原因となるとし、本件において上場条件は、本件新株予約権の権利行使期間内における、被告の株式の上場を目標とすることで、取締役に対し、被告の業績ひいては株主の利益向上に対するインセンティブを与えるものであって、本件新株予約権の目的の本質に由来するものということが出来るから、本件新株予約権の目的に照らして、細目的な行使条件であるとはいえず、本件新株予約権の行使において上場条件に違反することは、本件新株発行の無効原因となるというべきであるとして、原告の主位的請求を認容した。

### （3）原審

原審<sup>⑧</sup>も、①行使条件は、新株予約権の権利内容を構成するものであり、株主以外の者に対して特に有利な条件をもって新株予約権を発行する場合には、株主総会の特別決議及び取締役会の決議により行使条件は確定し、所定の手続を経て新株予約権が発行されれば、新株予約権者は、当該行使条件を内容とする権利を取得する。いったん発行された新株予約権について新たに行使条件を設け、又は既に定められた行使条件を変更することは、関係者の利害に不測の影響を及ぼしかねないものであり、法令上、新株予約権発行後に行使条件を新たに設け、又は変更することを予定した規定はない。控訴人の取締役会が、上場条件の撤廃等を内容とする本件変更決議をし、これに基づき補助参加人らとの間で本件割当契約を変更する合意をしても、従前の行使条件を変更する効力は生じないから、上場条件が充足しないにもかかわらず、補助参加人らが上場条件を撤廃する内容の新株予約権割当契約の変更契約に基づき権利を行使し、権利行使価額の全額の払い込みをしても、控訴人が補助参加人らを株主として取り扱うことは

できない。②新株予約権の発行と異なり、その行使については、公告又は株主に対する通知に関する規定がなく、新株予約権発行後にされた取締役会の違法な行使条件変更の決議に基づき新株予約権者が権利を行使しても、株主がこれを知ることが困難である。また、新株予約権者は、その権利を行使して権利行使価額全額の払込みをすれば、当然に新株予約権の目的である株式の株主となる（会社法282条）から、株主が会社に対し、新株発行の差止めを求めることも困難である。新株発行に関する事項について、商法280条ノ3ノ2に定める公告又は通知を欠く場合には、新株発行差止請求をしたとしても差止めの事由がないためにこれが許容されないと認められる場合でない限り、新株発行の無効原因となる（最高裁平成9年1月28日第三小法廷判決・民集51巻1号71頁）ことにかんがみれば、違法な新株予約権の権利行使については、商法280条ノ10所定の新株発行差止めの事由がないと認められる場合でない限り、新株発行無効の訴え（会社法828条1項2号）を提起することができると解するのが相当である。③本件において、上場条件の重要性は明らかであり、本件変更決議は、補助参加人らが取締役を辞任せざるを得ない状況に至り、上場条件を撤廃しなければ、新株予約権の権利を行使することができないためにされたことが明らかであり、これらの事情からすれば、補助参加人らの権利行使による株式発行は、株主が不利益を受けるおそれがあり、著しく不公正な方法によるものというべきであり、これを廃止する本件変更決議は、新たな新株予約権の発行に等しいともいえるものであるとし、本件株式発行は無効であるという第一審の判断を維持した。

そこで、補助参加人らのうちの一人が、上告受理申立てをした。

### （4）本件最判の判旨とその論理構造

ア 本件最判が結論に至るにあたっては、いくつかの過程を経ることになる。すなわち、本件の事案における直接の争点としては、まず、①非公開会社における新株予約権の行使条件を変更する取締役会決議の効力、②行使条件違反の新株予約権の行使による株式発行の効力、があるところ、本件最判は、それぞれについて検討し、さらに進んで、③株主総会に

において委任された範囲を超えて変更された行使条件に基づく新株予約権の行使は、それが細目的変更ではなく、実質的な内容変更である場合、新たに新株発行を行ったものと同じであるとした上で、④非公開会社においては、その性質上として、演繹的に株主総会決議を欠くことが募集株式発行の無効原因になるとし、⑤行使条件違反の新株発行は、株主総会決議を欠く募集株式発行であるとして、⑥そのような新株予約権の行使による募集株式の発行には無効原因があるとした。このように、本判決は、非公開会社において、株主以外の者に対し特に有利な条件をもってなされる新株予約権の発行について、その行使条件の定め株主総会の特別決議による取締役会への委任の範囲から始まり、株主総会決議を欠く募集株式発行が無効であるという結論的命題を媒介に、事案の解決として、取締役会が株主総会の特別決議によって委任された範囲を超えた変更を行った行使条件に基づいて行使された新株予約権に基づく募集株式発行は、株主総会決議を欠くものであるとして、無効であるとしたのである。

以下、本件最判の判旨を引用しつつ、検討する。

イ 本件事案では、そもそも取締役会が株主総会決議によって委任された新株予約権の行使条件を事後的に変更できるのか否かが問題となった。

(ア) 上場条件を廃止する取締役会決議の効力について

本件最判は、「株主総会は、当該会社の経営状態や社会経済状況等の株主総会当時の諸事情を踏まえて新株予約権の発行を決議するのであるから、行使条件の定めについての委任も、別途明示の委任がない限り、株主総会当時の諸事情の下における適切な行使条件を定めることを委任する趣旨のものであり、一旦定められた行使条件を新株予約権の発行後に適宜実質的に変更することまで委任する趣旨のものであるとは解されない。また、上記委任に基づき定められた行使条件を付して新株予約権が発行された後に、取締役会の決議によって行使条件を変更し、これに沿って新株予約権を割り

当てる契約の内容を変更することは、その変更が新株予約権の内容の実質的な変更に至らない行使条件の細目的な変更にとどまるものでない限り、新たに新株予約権を発行したものというに等しく、それは新株予約権を発行するにはその都度株主総会の決議を要するものとした旧商法280条ノ21第1項の趣旨にも反するものというべきである。」とし、新株予約権の内容についての取締役会への委任の範囲を株主総会当時の諸事情の下における適切な行使条件を定めることを委任する趣旨であるとし、その変更は、新株予約権の内容の実質的な変更に至らない行使条件の細目的な変更にとどまるものでない限り、新たな新株予約権発行に等しいものとし、旧商法280条ノ21第1項の趣旨にも反するとの規範を立てる。

その上で、本件事案に即し、委任の範囲を超える細目的な変更ではない変更がなされた場合の効力について、「取締役会が旧商法280条ノ21第1項に基づく株主総会決議による委任を受けて新株予約権の行使条件を定めた場合に、新株予約権の発行後に上記行使条件を変更することができる旨の明示の委任がされているのであれば格別、そのような委任がないときは、当該新株予約権の発行後に上記行使条件を取締役会決議によって変更することは原則として許されず、これを変更する取締役会決議は、上記株主総会決議による委任に基づき定められた新株予約権の行使条件の細目的な変更をするにとどまるものであるときを除き、無効と解するのが相当である。」として、株主総会決議による委任を受けて取締役会が新株予約権の行使条件を定めた場合、その決議において新株予約権発行後に行使条件を変更することができる旨の明示の委任がないときは、新株予約権発行後に行使条件を取締役会決議で変更することは、原則として許されず、その効力は、株主総会決議による委任に基づき定められた新株予約権の行使条件の細目的な変更をするにとどまるものであるときを除き、無効であるとする。

この規範を本件にあてはめ、上場条件が本件新株予約権の行使条件として重要なものであるとの評価を前提にその撤廃は、新株予約権の行使条件の細目的な変更当たるとみる余地はないとして、変更決議のうち、上場条件を撤廃する部分は無効であるとする。

(イ) 非公開会社において必要な株主総会決議を欠く新株発行の効力

次に、行使条件に反した新株予約権の行使による株式発行の効力について、論を進め、「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のであり、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。」として、非公開会社における株主総会決議を欠く募集株式発行の効力について、発行手続の重大な法令違反として株式発行の無効原因になるとの一般論を展開し、「非公開会社が株主割当て以外の方法により発行した新株予約権に株主総会によって行使条件が付された場合に、この行使条件が当該新株予約権を発行した趣旨に照らして当該新株予約権の重要な内容を構成しているときは、上記行使条件に反した新株予約権の行使による株式の発行は、これにより既存株主の持株比率がその意思に反して影響を受けることになる点において、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と異なることはないから、上記の新株予約権の行使による株式の発行には、無効原因があると解するのが相当である。」として、非公開会社における株主割当て以外の方法により発行した新株予約権の行使条件が新株予約権の重要な内容を構成しているときは、その行使条件に反した新株予約権の行使による株式の発行は、株主総会の特別決議を経ない募

集株式の発行と異なることなく、無効原因があるとする。

(ウ) 本件新株発行の効力

そして、かかる一連の規範に本件事案を当てはめて、本件では、「本件総会決議の意味するところは、本件総会決議の趣旨に沿うものである限り、取締役会決議に基づき定められる行使条件をもって、本件総会決議に基づくものとして本件新株予約権の内容を具体的に確定させることにありと解されるところ、上場条件は、本件総会決議による委任を受けた取締役会の決議に基づき本件総会決議の趣旨に沿って定められた行使条件であるから、株主総会によって付された行使条件であるとみることができる。また、本件新株予約権が経営陣の意欲や士気の高揚を目的として発行されたことから、上場条件はその目的を実現するための動機付けとなるものとして、本件新株予約権の重要な内容を構成していることも明らかである。したがって、上場条件に反する本件新株予約権の行使による本件株式発行には、無効原因がある。」として、本件新株予約権がストック・オプションとして取締役に対して発行された新株予約権であることから、上場条件は、株主総会によって付された行使条件であり、新株予約権の重要な内容を構成しているから、これを変更する旨の株主総会の特別決議による委任を欠く取締役会決議は、無効であるというあてはめを前提に、上場条件に反する新株予約権の行使による株式発行であるから無効原因があるとする。

その上で、結論として、「以上によれば、会社法 828 条 1 項 2 号に基づき本件株式発行を無効とした原審の判断は、結論において是認することができる。」とし、原審の判断を「結論において是認することができる。」とした。

(5) 本件最判の補足意見

ア 本件最判には、詳細な寺田逸郎裁判官の補足意見（大谷剛彦裁判官同調、以下「本件補足意見」という。）がある。

本件最判が会社法下での非公開会社におけ

る必要な株主総会の特別決議を欠く新株発行には無効事由があるとするその理由付けが会社法における規定ぶりを根拠としているところ、本件補足意見は、それを詳細に解説するものであるので、少々長い引用して検討する。

イ まず、本件補足意見は、商法の改正の歴史と新株発行の法的性質について、「戦後、昭和 25 年の会社法制定の整備において、株式の自由な流通が想定される会社を典型視し、授権株式制度の下で、新株の発行を資金調達の一環として取締役会の業務執行の枠内で捉える新たな制度整備が図られてから、この制度は長く株式会社法制の一つの柱をなしており、昭和 41 年の商法等の一部改正により定款による株式の譲渡制限に道が開かれた後も揺らぐことなく、今日に至っても柱であり続けている。しかし、平成 2 年の商法等の一部改正において、典型視されてきた定款に株式譲渡につき取締役会の承認を要する旨の定めのない株式会社においては、第三者に対する有利発行の場合を除き、取締役会の権限で新株の発行を行うこの原則が堅持されたのに対し（旧商法 280 条ノ 2）、定款に株式譲渡につき取締役会の承認を要する旨の定めのある株式会社（株式譲渡制限会社）については、有限会社法（平成 17 年会社法整備法により廃止）にならって、新株の発行には原則として株主が新株の引受権を有するとする制約が課され、この制約を排して株主以外の者を相手に新株を発行しようとするときは、株主総会の特別決議を要するものとされ（旧商法 280 条ノ 5ノ 2 第 1 項）、増資と既存の株主の新株引受権との関係の整理とともに、株式の流通性を基礎とする資金調達と株主保護とのバランスの再調整が図られた。一般に、株主は投資家という側面と会社という組織の構成員という側面を持つわけであるが、ここでは、株式譲渡に制限のない会社に比べて後者の側面がより前面に出る株式譲渡制限会社の特徴が考慮され、どのような株主間にどういう割合で株式保有がされているかが重要であることから株式の取得に制約が課されている株式譲渡制限会社においては、既存の株主の権利を尊重し、株主総会の権限を基本に据えよう

とする姿勢が明らかにされたものといえるであろう。これが会社法制定に当たって受け継がれ、自己株式の処分をも新株発行とひとくくりにして募集株式の発行等と位置付けた上で、公開会社（株式の一部にでも譲渡に会社の承認を要する旨の定款の定めがない株式会社）における募集株式の発行等に当たっては、取締役会が決定権限を有するのに対し、非公開会社（全株式につき譲渡に会社の承認を要する旨の定款の定めがある株式会社）における募集株式の発行等に当たっては、株主総会が決定権限を有することを原則とする仕組みがとられたのである（会社法 2 条 5 号、199 条から 202 条まで、204 条、309 条 2 項 5 号）。、「他方、平成 9 年の商法の一部改正によって、いわゆるストックオプションとしての新株引受権が定款により取締役及び使用人に対して与えられる制度として発足した当初は、その権利の内容は全て株主総会の特別決議により決めるべきものとされていたものの、平成 13 年の商法の一部改正により、汎用的な新株予約権として、原則として内容も取締役会が決める権限を有するものへと利用しやすさへの譲歩がされた際に、株式譲渡制限会社については、新株の発行にならって、原則として株主が新株予約権の引受権を有するとする制約が課され、この制約を排して株主以外の者を相手に新株予約権を発行しようとするときは、株主総会の特別決議を要するものとされ（旧商法 280 条ノ 19、20、280 条ノ 27）、会社法においては、これが実質的に引き継がれて、公開会社が新株予約権を発行する場合には、原則として募集事項の決定が取締役会によって行われるのに対し、非公開会社が新株予約権を発行する場合には、原則として募集事項を株主総会決議自体で決めなければならないものとされると同時に、取締役ないし取締役会に委任することができる一部の事項の中にも新株予約権の内容は含まれないという扱いに改められた（会社法 238 条から 240 条まで、243 条、309 条 2 項 6 号）。旧商法当時は、新株予約権にどのような行使条件を付すかについては株主総会が取締役会に決定を委任することができるとする解釈が広くとられていたが、

会社法の下では、新株予約権の行使条件のうち少なくともその実質的内容に当たるものは取締役会に委任することができないものとされたと解され、旧商法下でのように取締役会によって上記のような行使条件が決められる余地はなくなったのであって、募集株式の発行等と同様、非公開会社における株主の権利の尊重への歩みが確実に進められたものといえる。」として、詳細に立法経緯とそれに伴う非公開会社における新株発行及び新株予約権の位置づけを解説する。

ウ 次に、本件補足意見は、本件最判の事案の事実経過を要約した上で、新株発行が無効であるとして、その理由について、「株主総会による委任に基づき一旦決められた行使条件を変更できるかどうかについては、法廷意見のとおり、旧商法施行当時の基準として、原則として、決議のあった株主総会当時の諸事情の下における適切な行使条件を新株予約権の発行までに定めることが委任の趣旨であるとみて、以後の変更を許容することが明示されていない限り変更は許されないという考え方にに基づき、本件における行使条件の変更が許されないものであるとの結論が導かれるのであって、そのことが当事者の主張に対応する判断として相当である。しかし、本件において、会社法の施行により、会社自体、旧商法施行時の譲渡制限の定め、株主総会決議、取締役会決議及び登記がそれぞれ会社法上の相当存在となって、以後、会社法が適用されることとなり（会社法附則 2 項、会社法整備法 6 6 条 1 項、2 項、7 6 条 1 項、3 項、9 1 条、9 6 条、1 1 3 条 1 項）、また、株式及び新株予約権については規定を欠くものの、当然会社法上の相当存在となるものと解されるから、以後の新株予約権のありようを計るには、全て会社法の規定に照らしてみることが本来の在り方ともいえる。そうであるとする、・・・そもそも会社法の下においては新株予約権の内容としての行使条件を取締役会が決めることはできないのであるから、一旦決められた条件を取締役会が変更することなどおよそ許される余地などなく、本件の行使条件の変更が許されないことがより強い形で説明できるようにも思える。」「かねて、当審は、

株式譲渡制限会社において行われるものを含めて、新株発行を無効とすることに慎重であるとみられてきた。補助参加人らが原審判断を判例違反と主張するに当たって引用する 2 つの当審裁判例が、その根拠とされるのであろう。しかし、それは旧商法の下で長く新株発行が取締役会の業務執行と位置付けられてきたことにかかわる解釈であると考えられる。」「本件での新株予約権行使による株式発行の有効性については、会社法の下で判断されるべきところ（会社法整備法 9 8 条 1 項は、施行時に発行されていない新株予約権の発行手続について旧商法を適用すべきとする規定であり、会社法整備法 1 1 1 条 1 項は、施行前に提起された新株発行無効の訴えの手続を旧商法等を適用して行うものとする規定にすぎない。）、法廷意見に示されたとおり、第一に、非公開会社における株主割当て以外の方法による募集株式の発行が株主総会の特別決議を欠く状況で行われると、株式発行無効原因となるとの考え方が十分成り立ち、第二に、新株予約権の行使が株主総会の付した行使条件に反している場合には、この行使条件が当該新株予約権を発行した趣旨に照らしてその重要な内容を構成しているものである限り、既存の株主にとって持株比率の在り方が株主総会決議時に想定していたものと異なる形で歪められることになる（取締役会が設置されていない非公開会社（会社法 1 3 9 条 1 項参照）の既存株主を中心に殊に関心の強い株主構成の在り方までも歪められることになる）点で株主総会決議を欠いた募集株式の発行の場合と基本的な差がないとみることができるのである。そこで、さらに、会社法の下では、もはや取締役会が前記のとおり行使条件の決定を行う余地はないことを正面から受け止めるならば、同法施行前に株主総会が取締役会に委任した結果付された行使条件を施行後は株主総会が付した条件と同視するほかないというべきで、しかも、条件変更は単なる手続違背ではなく、およそ受け入れる余地がない性格のものなのであるから、結局、本件の取締役会による変更後の条件に従った新株予約権の行使による株式の発行については、株主総会決議を欠く募集株式の発行と同視すると

いう結論に至らざるを得ず、したがって、これを無効視する結論がより明確に導かれるように思われる。なお、このように解しても、非公開会社の株式流通には限界があり、取引安全に支障が生ずる余地が限られていることも付言しておくことが適切であろう。もっとも、上記の株主の権利の尊重及び会社運営における決定機関としての株主総会重視という角度からこのような解釈を導くについては、本来、その会社が非公開会社であるかどうかということだけでなく、取締役会が設置されているかどうか、あるいは株式の譲渡承認が株主総会自体によって行われるかどうか（会社法施行前の有限会社型かどうか）という要素を含めて判断すべきであるという考え方もあり得るであろう。しかし、ここでの解釈においては、非公開会社という法律の定める大枠に着目することが、簡明でありながら、概ねとはいえ相当性を見出せるという意味で、無理がないところといえるように思われる。」

「以上のとおり、会社法の施行下での株式発行であるということをより強く受け止めて施行後の経過を意味付けようとすることも見方としてあり得るところで、その見方に立つと、株式発行無効原因があることをより抵抗なく受け止めることができるように思えるのである。」と詳細に説明する。

エ 本件補足意見は、本件最判が法廷意見としては詳細に語っていない商法の立法の変遷とそこからくる非公開会社における新株発行及び新株予約権の会社組織における意義についての考え方の変更を丁寧に論理づけ、非公開会社の株式流通の限界による取引安全への支障の程度という利益衡量も踏まえ、法廷意見を補足する。本件補足意見と合わせ読むことで本件最判の法廷意見がより一層、会社法下での非公開会社における必要な株主総会の特別決議を欠く新株発行に無効事由があることの意義と理由が明らかになる。

## (6) 本件最判のまとめ

本件最判は、最高裁として、非公開会社における株主総会決議を欠く株式発行について、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であるとして、演繹的に発行手続の重大な法令違反として無効原因になるとした上で、新株予約権の重要な構成をなす行使条件に反した新株予約権の行使による株式の発行は、株主総会の特別決議を経ない募集株式の発行と異なるところはなく、無効原因があるとした。その上で、本件事案に即し、新株予約権の重要な内容を構成する上場条件に反する新株予約権の行使による株式発行は、無効原因があるとした。もっとも、大阪高裁判例とは異なり、本件最判は、特段の事情による有効化の余地については判断していない<sup>(9)</sup>。

なお、本件最判は、原審の判断を「結論において是認することができる。」としているが、その趣旨は、第一審及び原審が法廷意見の理由づけの他にさらに進んで、新株予約権の発行と異なり、その行使については、公告又は株主に対する通知に関する規定がなく、新株予約権発行後にされた取締役会の違法な行使条件変更の決議に基づき新株予約権者が権利を行使しても、株主がこれを知って、事前に差止請求等をすることが事実上不可能であることを挙げている点を積極的理由にしていることにある。この点は、本件補足意見でも触れられてはいないが、横浜地裁判例も同様の理由づけを用いており、新株発行事項の公告又は通知を欠くことは、差止事由がないために新株発行差止請求をしたとしても許容されない場合でない限り、無効事由となるとする最判平成9年1月28日民集51巻1号71頁に連なるものであると評価されている<sup>(10)</sup>。

## 5 従前最判等と本件最判の関係性の検討

本件最判は、上告理由が挙げる昭和36年最判及び平成6年最判について、事案を異にし、本件に適切でないとする。しかしながら、従前最判等は、旧商法下において必要な株主総会の特別決議や取締役会決議を欠く新株発行について、それがたとえ小規模閉鎖会社であっても、代表権を有する取締役によりなされたものであれば、有効であるとしていた。また、株主総会の特別決議や取締役会決議は、会社の対内的要件に過ぎず、取引の

安全を図るという理由づけからすると、非公開会社と公開会社で区別されるべきであるとの結論はただちに導き出されるものではなく、現に、従前最判等も区別されるべき旨を明示してこなかった。そこで、従前最判等は、読み方によっては、非公開会社における必要な株主総会の特別決議を欠く新株発行についても妥当するともいえた。

本件最判が判例変更として大法廷に回付されることもなく、小法廷でなされたように、従前最判等が本件のように会社法下における非公開会社においてなされた必要な株主総会の特別決議を欠く新株発行（より正確には、旧商法下で発行された新株予約権が会社法下で行使されたことによる新株発行）の事案には適用されない、妥当しないとするのであれば、従前最判等と本件最判は矛盾するものではなく、ただ、旧商法から会社法へと、非公開会社における新株発行の規定がその周辺手続も含め公開会社とは異なるように変更され、その背景にある非公開会社における既存株主保護の

思想のために、法律上必要な株主総会の特別決議や取締役会決議を欠く新株発行も権限のある取締役によってなされたのであれば有効であるとされた旧商法下における従前の取扱いは、少なくとも非公開会社においては会社法の下ではもはや妥当しなくなったということになる。

ただ、その妥当しなくなったということの意味が、既存の株主の利益を後退させてまでも守るべき取引の安全からくる、必要な内部的手続を欠く代表者の対外的行為の有効性という論理的帰結が判例変更されたということではなく、旧商法下の従前最判等との事案の違い、すなわち、会社法において非公開会社については特に区別して規定されている各条文の背後にある立法趣旨から解釈上導かれる論理的帰結であるという判断過程の明快さと会社法上の解釈上の無理のなさ<sup>(11)</sup>と相まって、従前最判等との事案を異にするが故の断絶を際立たせる。

#### (注記)

- (1) 坂井芳雄・最高裁判所判例解説民事篇昭和40年度382頁。
- (2) 会社法下における学説については、本判決の調査官解説に詳しいまとめがなされている（谷村武則・最高裁判所判例解説民事篇平成24年度566頁）。学説においては、非公開会社における株主総会の特別決議を欠く新株発行については、無効原因があるとする見解が多数を占める。
- (3) 一例として宮島司「第三者に対する新株の有利発行と株主総会の欠缺」『会社法判例百選』（2006年・56頁）。
- (4) 大阪高判平成元年12月22日金融・商事判例956号8頁。
- (5) 旧商法では、「第二百八十条ノ十五 新株発行ノ無効ハ発行ノ日ヨリ六月内ニ訴ヲ以テノミ之ヲ主張スルコトヲ得」と規定されていた。
- (6) 東京高判平成22年6月29日判例集未搭載。
- (7) 東京地判平成21年3月19日民集66巻6号2971頁
- (8) 東京高判平成22年1月20日民集66巻6号2991頁
- (9) 潘阿憲は、本件最判も大阪高裁判例と同じく既存株主の意思に反しない場合には有効とする立場に立つと解するとする（潘阿憲「非公開会社の株主総会決議を欠いた新株発行の効力」ジュリスト1487号86頁）。
- (10) 野田博「株主総会の特別決議を欠く新株発行の効力」平成24年度重要判例解説95頁。
- (11) 本件最判は、おおむね学説からの支持を得ている（弥永真生ジュリスト1442号2頁（2012年6月）、受川環大「新株予約権の行使条件に反した権利行使による株式発行の効力」金融・商事判例1398号8頁（2012年9月）外）。