

2013年1月17日

早大商法研究会

日本版 ESOP 導入における SPV への第三者割当てと不公正発行  
東京高決平成 24・7・12 日金判 1400 号 52 頁（ダイヤ通商事件）

早稲田大学 商学学術院

和田宗久

## I 事案の概要

Y 社（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する JASDAQ 上場の会社であり、平成 24 年 6 月 15 日の時点での発行済株式総数は 755 万 2000 株、議決権数は 7490 株であった。

X（債権者・抗告人）は、Y 社の株式を 156 万 4400 株保有し、議決権数は 1584 個、総株主の議決権数に対する割合としては 21.14%を有する筆頭株主であり、昭和 57 年 6 月 29 日からは Y 社の代表取締役を務め、最盛期には 8 億円もの経常利益を計上する手腕を発揮したものの、他業種との競争の激化によって収益が落ち込むなどしたことから、平成 22 年 1 月 31 日をもって、代表取締役および取締役を退任した者である（ただし、X はその後も相談役として取締役会に出席していたようである）。

X の後任として Y 社の代表取締役に就任した Z1（補助参加人）は、平成 23 年 6 月下旬頃から、いわゆる日本版 ESOP の導入について、弁護士や公認会計士、3 名の取締役のうちの 1 名であった A および一部の従業員と検討を行い、そのうえで、Y 社が特別目的事業体（Special Purpose Vehicle: SPV）として設立した当事者参加人 Z2（一般社団法人ダイヤ通商従業員持株会支援会）に対して 100 万円を拠出し、さらに、Z2 は Y 社の連帯保証を受けて金融機関から金銭を借り入れ、その資金をもって Y 社が発行する株式を取得し、従業員が福利厚生費と自己資金を拠出している従業員持株会が Z2 から毎月一定額分の株式を時価で買い付け、Z2 はその譲渡代金を原資に金融機関に対して借入金の返済を行う、といったスキームの導入計画をまとめた（なお、こうした本件スキームでは、Z2 が保有する株式の議決権行使に関しては、従業員持株会の議決権行使結果を比例的に実現する形で行使されるとされ、従業員持株会の議決権行使は、同会の理事長によって行われるが、会員である従業員も、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、Y 社およびその役員は、従業員持株会および Z2 による議決権等の行使にかかる意思決定を行う法的権限を有さず、事実上もこれを行ってはならない、といった旨の取り決めもなされていた）。

Z1 は、平成 24 年 6 月 13 日開催の取締役会において、本件スキームの導入を提案したところ、取締役 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して強硬に反対したことから、同取締役会での裁決を見送った。その後、同月 15 日にも、Y 社の取締役および監査役らで再度本件スキームの導入について協議したが、やはり B および監査役らが強く反対した。その後、監査役らは、同月 26 日、改めて本件スキームにかかる新

株の発行が、Z1ないし現経営陣による債務者の支配権奪取を目的としたものであるとの認識を示すなどしたうえ、新株発行にかかる強行採決をしないことを求める内容の通知をするなどした。しかしながら、Z1は、定時株主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、発行株式数を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かかる取締役会決議をした（なお、本件新株発行がこの通り行われた場合、Xの持株比率は20.98%から19.25%に減少することとなる）。

これに対し、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社に対して仮に差止めるよう求めた。原決定（東京地決平成24年7月9日金判1400号45頁）は、Xの申立を却下したが、その後Xは抗告した。

## II 判決要旨

### 抗告棄却（確定）

「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どころ、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。」

「…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。」

「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…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。」

「…確かに、本件定時総会における議決権の行使割合のみを見れば、上記持株比率の低下が X に与える影響は小さくないといえるが、X の主張によっても、従来の株主総会における出席株主の議決権総数は 5000 個から 5500 個程度であるというのであり、本件定時総会において X が確保した議決権が 2984 個であったことに照らせば、本件新株発行により債権者が今後の株主総会において過半数を確保することが著しく困難になるとは認められない…その上、前記のとおり Z2 の株式の議決権は従業員的意思に基づいて行われることとされており、これに Z1 の意思が当然に反映されるものでもない。」

「…本件新株発行は、これが最初に取り締役に提案された同年 6 月 13 日の時点で、本件定時総会の後に払込期日が設定されていたことからすると、これが本件定時総会における X の議決権に影響を与えることを狙って行われたものでないことは明らかであるから、本件取締役会決議が本件定時総会の直前に強行されたことをもって、直ちに、その目的が X の影響力を低下させ、現経営陣の会社支配権を維持することにあつたと推認することはできない。」

「X は、Y 社において本件新株発行には資金調達の実用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…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。」

### Ⅲ 研究

#### 1 はじめに-本決定の意義

本決定＝いわゆる日本版 ESOP スキームの中における SPV（従業員持株会支援会）に対する株式の発行につき、それが不公正発行に当たるかについて判断（本判決については当たらないと）したもの

##### →一義的には資金調達目的ではない新株発行事例

- ・大枠では、いわゆる「主要目的ルール（取締役会が募集株式の発行等を決定した種々の取引のうち、自派で議決権の過半数を確保する等の不当目的達成動機が他の動機に優越する場合に差止めを認め、他の場合には認めないという考え方<sup>1</sup>)」に従ったもの。
- ・従前、主要目的ルールによれば、資金調達の必要があり、その調達方法として、第三者割当を行った場合には、不当目的達成動機が優越していたとはせず、不公正発行を認めない傾向が強い。

→本件では、原審決定は、資金調達の必要性について触れなかった。高裁では、資金調達の必要性に触れているが（上記の判旨段落部分）、いずにしても、主としては日本版 ESOP のスキームに関してなされた第三者割当であったことをもって、不公正発行該当性を否定した事例。

<sup>1</sup> 江頭憲治郎『株式会社法』709 頁（有斐閣、第 4 版、2012 年）。

## 2 判例

### ○不公正発行該当性否定事例

- ・東京高決平成 16 年 8 月 4 日金判 1201 号 4 頁（ベルシステム 24 事件）

従来の発行済株式数の 106.2%の新株発行につき、それまで株式を直接・間接的に 41.7% 保有しており、事実上の親会社に近い立場の筆頭株主であった会社が差止仮処分を申立。→会社が計画していた業務提携計画その他に不合理な点はなく、「…現経営陣の一部において、申立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がたい上、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…」と判示。

- ・大阪地決平成 18 年 12 月 13 日金判 1259 号 40 頁（名村造船所事件）

会社の株式を 22.15%保有している筆頭株主が、新株発行によって 1.65%持株比率が下がるなどとして、差止仮処分を申立。

→設備投資、新株発行の経緯を詳細に分析して、資金調達の必要性の合理性を認定。現経営陣に支配権維持が主要な目的であることを否定。

- ・東京高決平成 21 年 3 月 30 日金判 1338 号 50 頁（Nowloading 事件）

新株発効前の段階で、現経営陣側が 39.5%、それに加えて業務提携している会社の株式を加えると 47.4%となり、過去 3 年間の議決権行使率からして、総会の過半数を占める状況の下で 持株比率が 22%の株主が差止仮処分を申立。

→差止仮処分申立者が提案していた新たな取締役の選任決議と現取締役の解任決議は、たとえ新株を発行しなくても否決される可能性が高い。会社の売掛金の入金状況、運転資金のさらなる必要性から、増資の必要性があるとの判断には合理性がある。

- ・千葉地松戸支部決平成 20 年 6 月 26 日金判 1298 号 64 頁（昭和ゴム事件）

新株発行によって、持株比率が 8.34%から 5.35%に減少する株主が差止仮処分を申立。→持株比率の変動等から支配権維持目的を認定せず、また、第三者割当先からの資金調達の必要性（ゴム製品事業の海外投資、上場株式・未上場株式への投資資金）の合理性を認定

- ・札幌地決平成 20 年 11 月 11 日金判 1307 号 44 頁（オープンループ事件）

従前の発行済株式総数が 9 万 852 株であったところ、新株を 6 万株、新株予約権を 3 万 4000 個発行しようとしたところ、持株比率が 23%から 14%と 11.14%から 6.71%に下がる株主らが、差止仮処分を申立。

→「現経営者が債権者らの持株比率を低下させ、自らの支配権を維持する意図をもって本件新株等の発行を行ったことを否定することはできない」としつつ、会社が、監査法人から継続企業の前提に関する重要な疑義が存在すると指摘され続けており、赤字経営か

らの脱却を企図していたこと、中国事業計画を検討していたこと、廃業を決めた会社から従業員を受け入れるために新規支店を開設し、そのコールセンター関連事業を承継するために新たな部門を開設することを決定したこと、等から資金調達必要性を認定。

#### ○不公正発行該当性認定事例

- ・東京地決平成元年 7 月 25 日金判 826 号 11 頁（忠実屋・いなげや事件）

株式の買い占めにあった会社同士で株式を相互発行したことにつき、「株式会社においてその支配権につき争いがある場合に、従来の株主の持分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いうべきであり、また、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、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、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。

- ・さいたま地決平成 19 年 6 月 22 日金判 1270 号 55 頁（日本精密事件）

事前に取り締役選任等の支配権争いがある中で、株主総会の直前に発行済株式総数の約 50%の株式の発行について決議、資金調達目的にかかる開示に整合性がなかった事例  
→資金調達の必要性は信用しがたい。新株発行の主要な目的は、現経営陣の支配権維持。

- ・東京地決平成 20 年 6 月 23 日金判 1296 号 10 頁（クオンツ事件）

会社の取締役 7 名が 2 つに割れて対立しているなど、会社支配権に争いがあるもとの、新株発行後の発行済株式総数の 16.31%の株式発行を決議、これにより、一方の取締役ら側の持株比率が 20.21%になる一方、差止を申し立てている株主の持株比率が 1.71%から 1.43%となり、第 5 順位から第 7 順位の株主に低下することとなる事案  
→社債の償還といった資金調達の一般的必要性があったことは否定できないものの、それを合理化できる特段の事情の存在は認められない。新株発行の主要な目的は、現経営陣の支配権維持

⇒ベルシステム 24 事件以降、支配権争いの事実、新株発行による支配権の変動への影響、資金調達の必要性の観点から、事案ごとの事情を詳細に分析・認定している傾向  
→そして、本決定も、そうした傾向に沿うものといえる（と思われる）。

### 3 日本版 ESOP のスキームにおける第三者割当

#### ○アメリカにおける ESOP (Employee Stock Ownership Plan)

1950 年代からアメリカで利用されてきた確定拠出型企業年金制度の一形態とされているもの。Internal Revenue Code および Employee Retirement Income Security Act of 1974 (ERISA 法) によって規制されている。ESOP は、基本的には、ESOP 導入会社が信託を設

定し、その信託が ESOP 導入会社や金融機関からの借入によってあらかじめ株式を取得しておき、会社が当該信託に対して継続的な拠出を行って、借入元本と利子を返済し、元本の返済がなされた株式から担保が外され、加入者の個人口座に割り当てられる、というものの (Leveraged ESOP-アメリカの ESOP の 70%がこの形式であるとされる)。その他の特徴は、以下の通り。

- ・およそ 1 万の ESOP があり、約 1030 万人の従業員 (private sector の労働人口の約 10%) をカバーしている。
- ・約 330 の ESOP が上場会社において設けられている。
- ・ESOP 導入会社のうち、約 5000 社において ESOP が全株式の過半数を所有している。
- ・4000 社の ESOP は、導入会社の株式の 100%を所有している。  
(以上、The ESOP Association の HP (<http://www.esopassociation.org>) より)

- ・従業員は、退職時まで、個人口座の株式を引出・処分できない。
- ・IRC409 条による適格を受けるためには、1934 年証券取引所法 12 条所定の登録株式については、パス・スルー議決権行使 (加入者に、個人勘定で持つ株式について、通常の株主と同様に議決権行使を認めるもの行使方法を認め、非上場会社においても、merger、dissolution、recapitalization 等について同様の議決権行使を認める必要がある。
- ・ESOP 導入会社は信託への拠出金を、税務上、一定の範囲で損参入できる。
- ・上場会社の ESOP では、一般に、未分配株式に関する議決権行使についても、ミラー投票 (未分配株式の議決権の行使にあたり、個人口座に割り当てられた株式の議決権の行使につき、加入者である従業員が指図した割合で未分配株式の議決権を行使する方法) に関する制度規約が設けられているという<sup>2</sup>。
- ・前記のほか、一定の適格要件を満たした ESOP には、従業員に対する課税も退職時までされない、など、様々な税制優遇措置が講じられている。
- ・もともとの趣旨は、従業員のガバナンスへの関与 (ESOP 発案者の Louis O. Kelso の言葉によれば、会社従業員こそ、会社の logical buyer であり、かつ、ultimate owner であるとされる)、ということにあったようであるが、買収防衛のための安定株主作りに使われるなどしたのち、現在は、もともどもどって従業員への事業承継のためのツールとしての使われ方が注目されているとのことである。

---

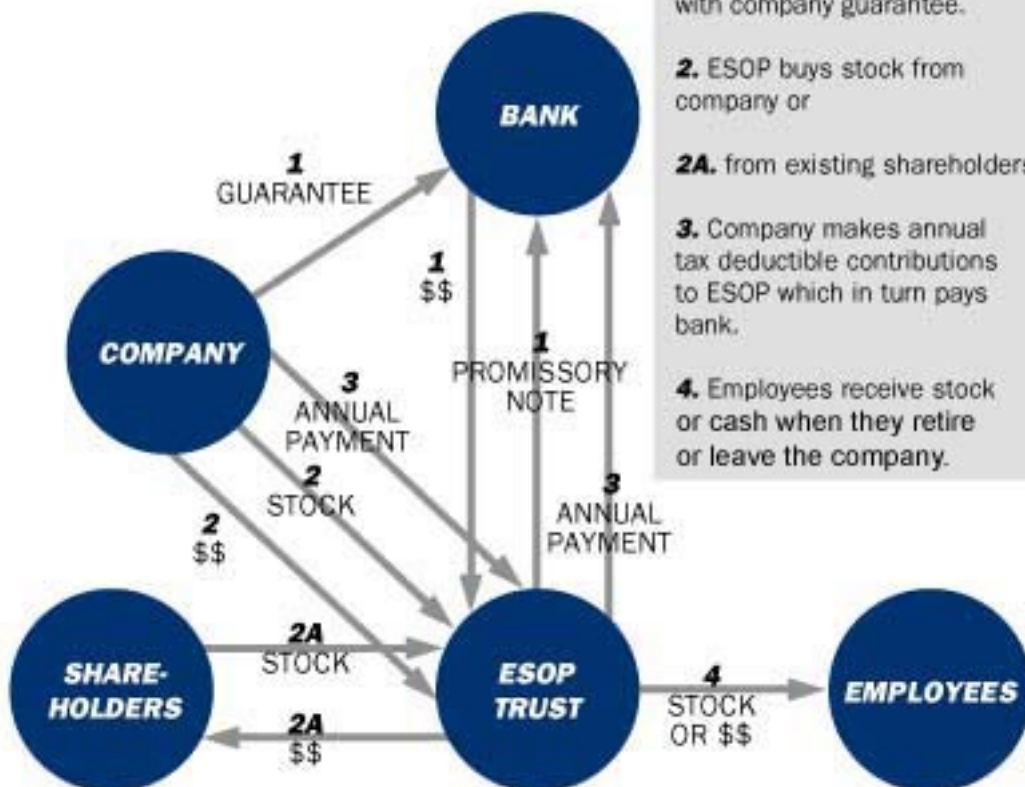
<sup>2</sup> 石田真 「「日本版 ESOP」と米国 ESOP との構造比較-制度設計の違いを中心に-」 富大経済論集 55 巻 3 号 4 頁 (2010 年)。

## Nonleveraged ESOP



- 1.** Each year, company contributes stock or
- 2.** cash to the ESOP to buy stock. Employees pay nothing. ESOP holds stock for employees and periodically notifies them how much they own and how much it is worth.
- 3.** Employees receive stock or cash when they retire or otherwise leave company according to vesting schedule.

## Leveraged ESOP



- 1.** Bank lends money to ESOP with company guarantee.
- 2.** ESOP buys stock from company or
- 2A.** from existing shareholders
- 3.** Company makes annual tax deductible contributions to ESOP which in turn pays bank.
- 4.** Employees receive stock or cash when they retire or leave the company.

The ESOP Association の HP (<http://www.esopassociation.org>) より

### ○日本版 ESOP

日本で主に議論・利用されているのは、アメリカの **Leveraged ESOP** をベースに、従来からの従業員持株会を利用するもの。アメリカの ESOP との大きな違いは、自社株を取得できるタイミングを退職時以外に設定できる点、仮に従業員が自社株式を退職時に取得する仕組みにしたとしても、既存の企業年金の枠外で行うものが想定されていることなどが挙げられる<sup>3</sup>。

議論の中心的なものは、2008年11月に経産省に設置された「新たな自社株式保有スキーム検討会」から公表された「新たな自社株式保有スキームに関する報告書」（以下、「報告書」とする）となっている。

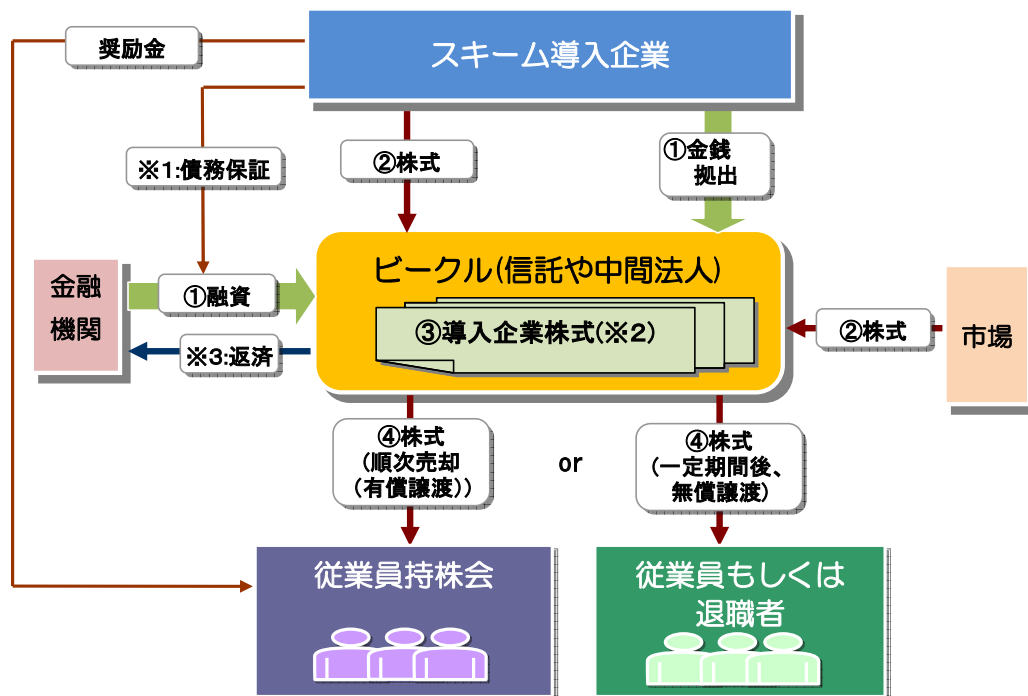
---

<sup>3</sup> 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 14 頁（2008 年）参照。



## 新スキーム概念図

参考資料



① 信託や中間法人といったビークルが、金融機関からの融資(※1)・導入企業からの金銭抛出を受け、株式取得等に必要な資金を取得する。

※1: ビークルが金融機関から融資を受ける場合には、当該借入に対して導入企業が債務保証を行う方法が考えられる。

② ビークルは、将来従業員等に付与する導入企業株式を、導入企業や市場から取得する。

③ ビークルが保有する導入企業株式について、受託者や中間法人が、将来の株式受給者である従業員の意思や従業員の利益を考慮した議決権の行使を行う。(※2)

※2: 具体的には、例えば、(i)従業員持株会における議決権行使状況を踏まえる方法、(ii)将来株式を受領する従業員の利益に沿うよう策定したガイドラインや個別議案に対する従業員の意識調査に従う方法、(iii)従業員の代表者や有識者等から構成される委員会において議決権行使の内容を決定する方法が考えられる。

④ ビークルは、導入企業株式を従業員持株会に順次売却する(※3)か、導入企業株式を一定期間保有したあとに、一定の要件(退職時等)を満たす従業員もしくは退職者に導入企業株式を無償譲渡する。

※3: 上記①において、金融機関から融資を受ける場合には、従業員持株会への株式譲渡の対価でもって当該融資の返済を行う方法が考えられる。

なお、上記「報告書」によれば。。。

従来からの、従業員持株会については、従業員の財産形成を促進してその生活が安定すること、及び会社の利益との共同意識を高めることにより従業員の勤労意欲を向上させてその能率が増進すること、会社に対して長期的なコミットメントを持つ（従業員）株主を育成することなどが、会社の利益の向上等となる理由として挙げられている。ただ、従業員自身が負担する少額の拠出金を主たる原資に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僅かなものに留まることや、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が、上記効果を限定的にしているとし、それに対して日本版 ESOP では、

- ・会社の業績に対してリスクを負い、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等を反映して、ビークルが保有する株式の議決権行使が行われることによるガバナンスの向上や長期的視野に立った経営への寄与
- ・ビークルが一定期間株式を保有することによる上述のガバナンス向上の効果の確保及び従業員に中長期的な株価上昇へのインセンティブを提供することによる従業員の勤労意欲向上の効果の確保
- ・企業の競争力の源泉となる従業員の利益と会社や株主の利益の連動性が高まることによる企業経営の効率性向上

といった効果が期待できるとされ、有効に活用されれば従業員の勤労意欲向上や導入企業のガバナンス向上等を通じて導入企業の利益の向上等に資することが期待できる、としている。

そのうえで、なお、この日本版 ESOP に関する会社法上の問題点としては、

- 株式の処分や株主権行使に関する権限、あるいは、配当や売買差損益の帰属は、当該株式に関する支配の所在を窺わせる重要な事情と考えられる。
- すなわち、株式の処分や株主権行使に関する判断の独立性が確保されていることや、配当や売買差損益が導入企業に帰属しないことは、ビークルが保有する株式に対する支配が導入企業にないと考える重要な事情といえる。

とし、ビークルが保有する導入企業株式に係る議決権行使の方法として、例えば、

- ①従業員持株会を利用するスキームについては、従業員持株会における議決権行使状況（賛成・反対の比率）を踏まえて、受託者・中間法人が議決権行使を行う方法、
- ②従業員持株会を利用しないスキームについては、導入企業から独立した受託者・中間法人が、予め、新スキームに基づいて将来株式を受領する従業員の利益に沿うよう策定したガイドラインや個別議案に対する従業員の意識調査に従った議決権行使を行う方法

が考えられるとしている。

なお、

第1表 従業員持株会状況

年 度		平22	平23	増 減 [増減率(%)]
調査対象会社数		1,976	1,998	22
株式保有状況 (市場価格ベース)	調査対象会社上場時価総額 (A) 億円	2,747,885	2,750,291	2,405 [ 0.1 ]
	持株会株式保有金額 (B) 億円	28,224	29,972	1,748 [ 6.2 ]
	持株会株式保有比率(市場価格ベース) (B)/(A) %	1.03	1.09	0.06
	加入者1人当たりの平均株式保有金額 (B)/(D) 万円	129.5	137.2	7.5 [ 5.9 ]
持株会加入状況	調査対象会社従業員数 (C) 万人	499.1	500.2	1.0 [ 0.2 ]
	持株会加入者数 (D) 万人	217.8	218.5	0.7 [ 0.3 ]
	持株会加入者数の調査対象会社従業員数に対する割合 (D)/(C) %	43.63	43.68	0.05
(参考)				
株式保有状況 (単元数ベース)	調査対象会社上場単元数 (E) 万単元	180,803.4	188,949.8	8,146.4 [ 4.5 ]
	持株会保有単元数 (F) 万単元	1,657.8	1,838.0	180.1 [ 10.9 ]
	持株会株式保有比率(単元数ベース) (F)/(E) %	0.92	0.97	0.05
	加入者1人当たりの平均保有単元数 (F)/(D) 単元	7.61	8.41	0.80

- (注) 1. 本調査の集計対象は、各調査対象会社の上場普通株式であるため、非上場の政府保有株式や種類株式等は調査対象会社上場時価総額・単元数に含まれていない。  
 2. 持株会株式保有金額は、各調査対象会社の従業員持株会の保有株式数に、当該会社の平成24年3月末の株価(終値)を乗じた数値を合計して算出している。  
 3. 調査要綱に記載のとおり、持株会社については連結の従業員数を用いているため、非上場会社の数も含まれている場合がある。  
 4. 従業員持株会は、制度上子会社の従業員の加入も可能となっているため、持株会加入者数は、調査対象会社従業員数の内数には必ずしもなっていない。

2012年3月末現在：東証「平成23年度従業員持株会状況調査結果の概要について」より

○一般論としての日本版ESOPにおけるビークル(本件におけるZ2)への第三者割当の不正発行該当性-上記を踏まえた私見

- 日本版ESOPは、もともと、アメリカのESOPとは異なるものであり、とくに、パス・スルー議決権行使やミラー投票がデフォルトとなっていない点、実際の運用における導入会社の数の少なさや導入会社のESOPの一般的な持株比率の低さ、などに鑑みれば、従業員株主の長期的コミットメントによるガバナンスの向上は相対的に期待しづらいし、上場会社についていえば、現実に、とくにそうならないようである。

ただ、従来からの従業員持株制度にも、従業員の福利厚生、勤労意欲の向上といった趣旨で、株式発行が認められてきているのであるから、日本版ESOPにおけるビークルへの第三者割当への発行でも、資金調達の実必要性の有無にかかわらず、現状では、正当性(不正発行非該当性)が、認められてよいのではないかと。

- ただし、上場会社については、株式の発行量によっては、総会決議等が必要か？

cf. 東証・企業行動規範の「遵守すべき事項」

→ 上場会社が第三者割当を行う場合で、希釈化率が 25%以上となる時、または、支配株主が異動するときは、原則として、a 又は b の手続を経ることをとして要求

a 経営陣から一定程度独立した者による第三者割当の必要性および相当性に関する意見の入手

b 株主総会の決議などの株主の意思確認

cf. NYSE Listing Manual 312.03 Shareholder Approval

...

(c) Shareholder approval is required prior to the issuance of common stock, or of securities convertible into or exercisable for common stock, in any transaction or series of related transactions if:

(1) the common stock has, or will have upon issuance, voting power equal to or in excess of 20 percent of the voting power outstanding before the issuance of such stock or of securities convertible into or exercisable for common stock; or

(2) the number of shares of common stock to be issued is, or will be upon issuance, equal to or in excess of 20 percent of the number of shares of common stock outstanding before the issuance of the common stock or of securities convertible into or exercisable for common stock.

However, shareholder approval will not be required for any such issuance involving:

· any public offering for cash;

· any bona fide private financing, if such financing involves a sale of:

· common stock, for cash, at a price at least as great as each of the book and market value of the issuer's common stock; or

· securities convertible into or exercisable for common stock, for cash, if the conversion or exercise price is at least as great as each of the book and market value of the issuer's common stock.

・ なお、下記のイギリスにおける上場規則からすれば、ESOP の内容次第では、総会決議を常に要求することについて検討の余地がある？

cf. FSA Listing Rules

Employees' share schemes and long-term incentive schemes

13.13 The following schemes of a listed company incorporated in the United Kingdom (or for the purpose of treasury shares a company incorporated in Great Britain) (and of any of its subsidiary undertakings even where that subsidiary undertaking is incorporated or operates overseas) must be approved by an ordinary resolution of the shareholders of the listed company in general meeting prior to their adoption:

- (a) an employees' share scheme if the scheme involves or may involve the issue of new shares or the transfer of treasury shares; and
- (b) subject to the provisions of paragraph 13.13A, a long-term incentive scheme in which one or more directors of the issuer is eligible to participate.

13.13A The requirements of paragraph 13.13 (b) and of paragraphs 13.14 to 13.16 do not apply to the following long-term incentive schemes:

- (a) an arrangement under which participation is offered on similar terms to all or substantially all employees of the issuer or any of its subsidiary undertakings whose employees are eligible to participate in the arrangement (provided that all or substantially all employees are not directors of the issuer); and
- (b) an arrangement in which the only participant is a director of the issuer (or an individual whose appointment as a director of the issuer is in contemplation) and the arrangement is established specifically to facilitate, in unusual circumstances, the recruitment or retention of the relevant individual. In these circumstances the following information must be disclosed in the first annual report published by the issuer following the date on which the relevant individual becomes eligible to participate in the arrangement: all of the information prescribed in paragraph 13.14(a) to (d); the name of the sole participant; the date on which the participant first became eligible to participate in the arrangement; explanation of why the circumstances in which the arrangement was established were unusual; the conditions to be satisfied under the terms of the arrangement; and the maximum award(s) under the terms of the arrangement or, if there is no maximum, the basis on which awards will be determined.

#### 4 まとめ-当てはめ、本決定の射程、今後に向けた示唆

- ・ 前述したように、一般としては、日本版 ESOP におけるスキームへの第三者割当は、それだけでは、不公正発行には該当しない。
- ・ ただし、本件は、現経営陣と X (旧代表取締役・筆頭株主) およびそれに属する取締役・監査役らとの間で対立がみられた事案であり、発行済株式総数が 755 万の会社において 67 万株という、前掲クオンツ事件と比較すれば、議決権割合に与える影響の大きい事案であった。とくに、新株発行取締役会直後の定時総会では、X は、出席株主の議決権総数 5317 個のうち、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が、過半数を超えても約 56%であり、本決定がいうように「…本件新株発行により債権者が今後の株主総会において過半数を確保することが著しく困難になるとは認められない…」といえるかは疑問が残る。
- ・ したがって、本件は、不公正発行に該当するか否か、相当微妙な事案であったといえる。  
→敢えて不公正発行に該当しない理由を挙げるとすれば、本件では、仮に新株発行取締役

会決議後に新株発行がなされたとしても、直後の定時株主総会の議決権には影響を与えなかったため（払込期日が同総会后）、現に X は当該総会において、委任状を含めれば、過半数の議決権行使が可能であった（Z1 と A の解任も可能であった-会社法 341 条参照）、といったことが大きかったのではないか？

- ・ 逆に言えば、上記のような事情のない限り、支配権争奪局面における日本版 ESOP におけるピークルへの第三者割当は、原則的には、不公正発行に該当する可能性が高いといえるのではないか。 本決定は、「本件スキームは…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…」ということを不公正発行非該当性の根拠の 1 つとしているようであるが、たしかに本件スキームにも独立した議決権行使のための取り決めはあるものの、前述したウニ、日本版 ESOP は、アメリカなどと比較して、実際に、議決権行使における独立性が実質的に確保されているか疑問であり、「報告書に従う形で組成されたスキームであること」は、あまり不公正発行非該当性の根拠とならないのではないか？
- ・ いずれにしても、本決定も行っているように、不公正発行該当性については、引き続き、個別事案の諸事情を考慮に入れて判断されていくことにならざるを得ないし、日本版 ESOP にかかる第三者割当についても、やはり個別事案における事情、とくにスキームの具体的な内容を踏まえながら判断せざるを得ないのではないか。
- ・ 以上の点からすれば、本件のようなケースでは、資金調達の必要性の点から、不公正発行該当性を判断すべきではない（ESOP の趣旨からして、資金調達目的はほとんどないはずであるし、本決定は、ESOP が導入会社の資金拠出やピークルの債務に対する保証を伴うものであることを考慮していないのではないか）。  
→高裁は、X の主張に応えたのであろうが、不必要な言及だったのではないか。
- ・ 立法論としては、真に、従業員による「ガバナンスの向上や長期的視野に立った経営への寄与」を企図して日本版 ESOP 導入をするのであれば、その効果が生じるほどの支配権変動を伴う株式発行は、他国の法制との平仄の観点からも、総会決議を経るべきではないか？

(以上)