

論 説

フランス上場会社による新株発行の
場面における有力株主の役割について：
有力株主の資金力が会社の資金調達の
限界となるか、あるいは有力株主の
議決権濫用に会社は抗しうるか

小 倉 健 裕

目次

はしがき

- (1) 本稿の目的
- (2) 本論文の構成

第一章 目論見書にみる、上場会社による新株発行の実施局面における有
力株主の役割

- 一. 手法
- 二. 対象とする目論見書
- 三. 分析と検討

第二章 新株発行と少数派議決権濫用の法理

- 一. 少数派議決権濫用の法理の意義
- 二. 要件および制裁
- 三. 新株発行の場面における少数派議決権濫用の法理の適用
- 四. 小括—少数派議決権濫用の法理の限界

結語

- (1) 総括
- (2) 究極的な解決は会社と株主との対話に委ねられる

(2) フランス上場会社による新株発行の場面における有力株主の役割について

はしがき

(1) 本稿の目的

フランス株式会社法における新株発行規制の要として、①新株発行は常に株主の特別総会 (*assemblée générale extraordinaire* : 決議事項に応じて普通決議と特別決議を区別する日本法とは異なり、フランス法は定款変更を主として決議する特別総会と、それ以外の事項について決議する通常総会 [*assemblée générale ordinaire*] を区別する) の決議に基づいて行われること (フランス商法典 [*Code de commerce*] L. 225-129条1項)、および、②既存株主は持株比率に応じて発行される新株に対する優先引受権 (*droit préférentiel de souscription*) を原則として有していること (L. 225-132条1項2項) が挙げられる (このことは閉鎖的な株式会社から上場会社まで、すべての株式会社に妥当し、例外はない)。これら2つの原則は、その沿革からしても、その果たす機能からしても、新株発行によって影響を受ける既存株主の利益を確保する趣旨に出たものであるということ、筆者がこれまで公表した論説の中で明らかにしたところである¹。

そのような利点とは別に、このようなルールを採用したことから生じる弊害についても検討しなければならない。第一に想定されるのは、多数決の規則にしたがった株主総会の決議さえあれば、どのような発行であっても許容されるのかという問題であり、フランス法がこの点に対して用意しているのは、多数決 (議決権) の濫用の法理またはフロード (*fraud*: 詐欺的脱法) の法理の適用により、株主総会の決議と、当該決議に基づく新株の発行を無効にするというものである²。そこでは、フランス法が上記

1 拙稿「フランス株式会社法における株主の総会決議による資本増加の決定 (1) (2・完)」早稲田大学法法研論集158号69頁、159号105頁 (2016年)、「フランス株式会社法における株主の新株引受権の法定およびその理論的基礎 (1) (2) (3・完)」法研論集160号131頁、161号53頁、162号73頁 (2016-2017年)、「フランス株式会社法における取締役会に対する新株発行権限の委譲 (1) (2) (3・完)」法研論集163号55頁、164号83頁、165号25頁 (2017-2018年)、「フランス株式会社法における株主の新株引受権を中心とした新株発行の規制 (1) (2・完)」早稲田大学法学会誌69巻1号145頁、69巻2号105頁 (2018-2019年)。

2つの原則、とくに株主に新株の優先引受権が与えられている趣旨に立ち返って、これを事実上無意味にしてしまうような態様での発行が裁判所によって咎められる。この点は、先に公表した論説の一つにおいてすでに述べたところである³。

これに対して、本稿の検討対象は、全体の3分の1を超える議決権を有する株主は、自身の望まない新株発行を拒否することができるという点についてである。全体の3分の1超、かつ過半数に満たないような議決権のまとまりはとくに阻止少数 (*minorité de blocage*) と呼ばれる。総議決権の過半数を有する株主はもはや少数派 (*minorité*) には該当しないためこの呼称は用いられないが、当該株主の賛成を得られない新株発行を会社は行うことができないという点は同様である。

それだけの比率の議決権を有する株主が新株発行に反対することもできるということは、本来は、この株主の正当な権利である。それにもかかわらず、総議決権の3分の1超の議決権を保有する株主の反対が問題となるのは、第一に、それが、株主全体の利益を犠牲に個人的な利益を追求するための反対投票である場合がありうるからである。総議決権の3分の1以上を有する株主による反対投票の場合であって、一定の要件が満たされる場合に適用される判例上の法理として、少数派議決権の濫用 (*abus de minorité*) の法理がある。この法理の形成過程においては、まさに新株発行を決定する決議への賛同の拒絶のケースが典型例として機能した経緯がある。

第二に、上で述べたところの少数派議決権の濫用とまではいなくとも、そうした阻止少数を保有する株主の資金力の限界が、会社が新株発行により調達可能な資金の、事実上の限界となってしまうことが懸念されるからである。こちらの点は、とくに上場会社で問題となるだろう。フランス法において既存株主の権利は、いわゆる支配的利益および経済的利益のいずれについても、持株比率に応じて新株を引き受けることのできる優先権によって確保されている。しかしながら、実際にこの権利を行使するの

2 その際、濫用が認定された多数派社員 (株主) は不法行為に基づく損害賠償の責任を負う場合もある。

3 拙稿・前掲注1「株主の新株引受権を中心とした新株発行の規制(1)」166頁。

(4) フランス上場会社による新株発行の場面における有力株主の役割について
ければ、発行後において議決権比率は低下してしまう。たとえば阻止少数を保有する株主が（まさにその議決権比率を失わないようにするために）、引受けのために必要な資金のめどが立たないような新株発行の提案に賛同しようとしなないことがあることは容易に想像できるだろう。上述の少数派議決権の濫用に該当しないかぎり、このような反対行為は正当な権利の行使として認めるほかはないのであるが、実際上の問題として、すでにフランスの上場会社の新株発行の方法による資金調達がすでに何らかの制約を課されていないだろうか。そうした現象を直接示すような情報は存在しないため、本稿では新株発行に際して公表される目論見書の記載の中から、発行に際して会社と一定の大株主との間で事前に調整が行われていることを間接的に示している記載を取り上げて分析する。

(2) 本論文の構成

以下では、まず上場会社に着目し、公開されている、新株発行に関する目論見書から、会社が行おうとする新株発行に対して有力株主がどのように関わっているのかを確認する。そのうえで、すべての会社を適用対象とし得る少数派議決権の濫用の法理の新株発行への検討について判例の状況を確認し、上場会社に固有の問題への適用可能性について検討する（後述するように本稿の結論は消極的なものであるが、むしろこの法理による解決に期待できないことが、会社と有力株主との間の事前の交渉を重要なものにする）。

第一章 目論見書にみる、上場会社による新株発行の実施局面における有力株主の役割

一. 手法

フランス通貨金融法典（Code monétaire et financier）L. 412-1 条I第1項は、金融証券の公募（offre au public de titres financiers）を行おうとする会社に対して、募集の開始に先行して金融市場庁（Autorité des marchés financiers；以下AMFと略する）の査証（visa）を得た、公衆に対する情報提供を目的とする書類（目論見書；prospectus）の公示を義務付けている。この点、AMF一般規則（règlement général de l'autorité des marchés financiers）

212-7条3項によれば、目論見書はヨーロッパ連合の2004年4月29日の規則 (règlement (CE) n° 809/2004 du 29 avril 2004) の定める様式にしたがって作成され、かつ、発行される金融証券の種類に応じて、当該規則の附則に明記された情報を内容にしなければならないものとされている。

そこで、株式の登録書類に最低限含まれるべき情報に関する附則Iの18を確認すると、「主要株主」(principaux actionnaires) に関して、会社資本または総議決権の1%を有する株主のうち会社に知っている者の氏名が、記載すべき情報の要素として掲げられている (ANNEXE I, Informations à inclure au minimum dans le document d'enregistrement relatif aux actions (schéma), 18.1)。

また、有価証券(株式)に関する目論見書に最低限含まれるべき情報に関する附則IIIの5を確認すると、「募集の条件」(condition de l'offre) に関して、主要株式または会社の管理、指揮もしくは監査機関の構成員であって、募集に際して引受けを行おうとしている者が存在するか否かについて、会社が認識している範囲において記載するものとされている。これら以外の者であって、予定資本増加額の5%を超える引受けを行おうとしている者が存在するか否かについても、会社が認識している範囲において記載するものとされている (ANNEXE III, Informations à inclure au minimum dans la note relative aux valeurs mobilières, lorsqu'il s'agit d'actions (schéma), 5.2.2)。

これらの情報の記載が指定されていることから、AMFの査証を得た目論見書の内容を確認することによって、当該会社の主要な株主に関する情報(株主特別総会決議を阻止しうるだけの議決権を保有する株主が存在するか否かを含む)、および、主要株主のうち、当該発行に際して引受けを行うことを予定している者が存在していたか否かを知ることができる。目論見書は募集の開始に先立って公示されることを要するものであることから(通貨金融法典L. 412-1条I第1項)、目論見書の中で、主要株主の行う引受けの計画について会社が記載を行っているとするれば、会社が発行の実施を決定する段階において既に、会社と株主のうち有力な者との間で連絡があり、新株の引受けについて対話が行われたことを推測できる。また、たとえば、阻止少数を保有しているような株主が、その有する優先引受権を全て行使する予定であることが明らかにされているような場合には、発行が大株主

(6) フランス上場会社による新株発行の場面における有力株主の役割についての資金力の範囲内で行われたものであることを意味する。このように事前に会社が把握した、既存株主による引受の予定に関する目論見書の記載は、間接的にはあるが、上場会社による新株発行における有力株主の果たす役割を示す材料となりうる。

二. 対象とする目論見書

AMFによる査証を得て公示された目論見書はすべて、AMFのウェブサイト (<https://www.amf-france.org/>) から閲覧することができる(発行会社は目論見書の公示に際してその電子版をAMFに対して送付する義務を負い、AMFはそうして送付を受けた目論見書を自身のウェブサイトで提供することとされているため。AMF一般規則212-26条以下)。査証の日付が2018年1月1日から同年12月31日まで⁴の範囲にある全目論見書のうち、フランスにおける規制市場(marché réglementé)であるEuronext Parisにおいて行われる、資本証券(titres de capital; 株式が含まれる)を対象とする募集に関する書類を検索すると、40件が該当した。

これら40件の目論見書の内容を確認し、株式会社または株式合資会社による⁵、既存株主の新株に対する優先引受権を維持して行われる新株の発行に関するものを選び出すと、15件が該当した。既存株主の優先引受権が除去された発行に関しては、既存株主の持株比率の低下があらかじめ株主特

4 直近の1年分に対象が限定されるのでは、検討として不十分であるとの批判はもっともなものである。本稿では、事情により2018年の目論見書のみに基づくとはいえ、限られた対象の中においても見出すことのできる傾向について、分析と検討を行うことをご容赦いただきたい。本文中で以下に呈示する表の形で呈示することはできないが、2015年から2017年にかけての、Euronext Paris上場会社による優先引受権を維持した発行に関する目論見書の一覧は、拙稿・前掲注1「株主の新株引受権を中心とした新株発行の規制(1)」152頁以下に整理してある。本稿で採用するのと同じ方法によって、これらの目論見書からも会社の主要株主の持株比率と、当該発行に関する株主等の引受けの予定に関する情報を確認することができる。概して、本稿で2018年分の目論見書について行うような分析は、2015年から2017年の目論見書についても妥当する。

5 既存株主の新株に対する優先引受権が、これら株式会社による会社においてのみ強行法規の形で存在していることによる。

別総会によって承諾されていることを意味していると考えられるので、本稿では、検証の対象外とした⁶。

該当する15件の発行において、主要株主の持株比率および議決権比率（発生前）、ならびに、会社が把握している引受けに関する予定をまとめたものが以下の表である。なお、表のうち持株比率と議決権比率とが一致しないことがあるのは、二倍議決権制度または会社が保有する自己株式の存在のためである。

①Visa n° 18-025 du 24 janvier 2018 :

ABEO社：調達予定額2681万7934.50ユーロ

	持株比率 (議決権比率)	目論見書に記載された引受けの予定
筆頭株主*	45.88% (50.54%)	優先引受権は行使せず、すべて譲渡する。うち約4割は、1ユーロの名目的対価を得て第五位株主である会社（が管理するファンド）へと一括して譲渡。
第二位株主*	15.44% (17.26%)	優先引受権の一部を行使し、残部は譲渡。
第三位株主	18.72% (20.93%)	優先引受権を全て行使することを約諾。さらに、引受期間満了時において引受けのあった新株の数が発行予定株式数の75%に満たないときは、第三位株主の親会社が、発行予定株式数の75%に当たる数と、それまでに引き受けられた新株の数の差に当たる数の株式の引受けを行うことを約諾。
第四位株主	5% (2.80%)	優先引受権を全て行使することを約諾。
第五位株主	3.56% (1.99%)	自身の優先引受権全てに加え、筆頭株主から譲り受ける優先引受権を全て行使することを約諾。

*筆頭株主および第二位株主は協調して行為する関係にある。

6 会社は公募その他の優先引受権を除去した発行を行うことを望んだが、有力株主がその提案に応じないために結局実行できなかった資金調達の計画が存在する、という可能性は否定することができない。

(8) フランス上場会社による新株発行の場面における有力株主の役割について

②Visa n° 18-052 du 20 février 2018 :

STENTYS社；調達予定額1180万3823.84ユーロ

	持株比率 (議決権比率)	目論見書に記載された引受けの予定
筆頭株主	4.94% (4.90%)	優先引受権の全行使に加え、縮減可能な引受権*の行使により、合計で発行予定株式数の25.42%についての引受けを約諾。

*縮減可能な引受権 (droit de souscription à titre réductible) とは、持株比率に比例した数の新株の引受けを保障する優先引受権 (縮減可能な引受権と対置するときは、縮減不能な引受権 [droit de souscription à titre irréductible] と呼ばれる) とは別個の、失権株に対しても既存株主に対して優先的な引受けの申込みを認める権利である。失権株の数は事前には明らかでないため、申し込んでいた数の株式の割当てを受けられるとは限らない (「縮減可能」とはその意)⁷。

備考：筆頭株主とは別に、失権株が生じた場合には会社の株主ではない6名の適格投資家が、合計で発行予定株式総数のうち最大49.73%までの引受けを行うことを約諾。筆頭株主による約諾と併せて、発行予定株式数の75.15%についてあらかじめ引受けが確保されている。

③Visa n° 18-087 du 21 mars 2018 :

ALTRAN TECHNOLOGIES社；調達予定額7億4966万8353.20ユーロ

	持株比率 (議決権比率)	目論見書に記載された引受けの予定
筆頭株主*	8.42% (12.26%)	優先引受権の全行使を約諾。
第二位株主*	1.42% (2.20%)	優先引受権の全行使を約諾。
第三位株主*	1.42% (2.19%)	優先引受権の全行使を約諾。

*筆頭株主、第二位株主および第三位株主は協調して行為する関係にある。

備考：失権株が生じた場合に、そのすべてについて複数の銀行による引受けがなされることが保証されている。

7 フランス法に独自なこの権利の取扱いについては、拙稿・前掲注1「株主の新株引受権を中心とした新株発行の規制 (1)」164頁以下を参照。

④ Visa n° 18-095 du 28 mars 2018 :

MONTAGNE ET NEIGE DEVELOPPEMENT社；調達予定額2641万5580.50ユーロ

	持株比率 (議決権比率)	目論見書に記載された引受けの予定
筆頭株主	42.58% (51.92%)	引受けを行わない。
第二位株主	0.97% (1.43%)	引受けを行わない。

備考：筆頭株主および第二位株主は共同して、その保有する優先引受権全てを1口0.0001ユーロの名目的対価を得て、特定の9名の機関投資家に対して譲渡する旨を約諾。これら9名の機関投資家は共同して、譲り受けた優先引受権の行使と、縮減可能な引受けの申込みを通じて、発行予定株式数の最大70.22%までの引受けを行うことを約諾している。

⑤ Visa n° 18-103 du 29 mars 2018 :

ALPHA MOS社；調達予定額502万2820.80ユーロ

	持株比率 (議決権比率)	目論見書に記載された引受けの予定
筆頭株主*	39.56% (36.70%)	優先引受権の全行使に加え、縮減可能な引受けの申込みにより合計で発行予定株式数の50%についての引受けを約諾。
第二位株主*	39.56% (36.70%)	優先引受権の全行使に加え、縮減可能な引受けの申込みにより合計で発行予定株式数の50%についての引受けを約諾。
第三位株主**	6.83% (12.67%)	記載なし
第四位株主**	0.60% (1.12%)	記載なし

*筆頭株主および第二位株主は協調して行為する関係にある。

**第三位株主および第四位株主は協調して行為する関係にある。

備考：筆頭株主および第二位株主によって、発行予定株式数全ての引受けがあらかじめ保証されている。

(10) フランス上場会社による新株発行の場面における有力株主の役割について

⑥Visa n° 18-124 du 10 avril 2018 ;

PIXIUM VISION社 ; 調達予定額1061万5120.45ユーロ

	持株比率 (議決権比率)	目論見書に記載された引受けの予定
筆頭株主	19.60% (19.60%)	優先引受権の一部の行使を約諾し、残部は市場で売却。
第二位株主*	10.57% (10.57%)	優先引受権の一部の行使を約諾し、残部は市場で売却。
第三位	13.79% (13.79%)	引受けは行わず、優先引受権は市場で売却。
第四位株主集団**	9.49% (9.49%)	記載なし
第五位株主*	6.80% (6.80%)	優先引受権の全行使を約諾。
第六位株主	0.96% (0.96%)	引受けは行わず、優先引受権は市場で売却。

*第二位株主および第五位株主は協調して行為する関係にある。

**Omnes Capital傘下にある、複数の投資ピークルが保有する株式の合計である。

備考：会社の株主ではない8名の機関投資家が共同して、失権株が生じた場合に発行予定株式数の最大59.07%を引き受ける保証をしている。これにより、既存株主による優先引受権行使の約諾と合計して、発行予定株式数の約94.13%についてあらかじめ引受けが得られることが決まっている。

⑦Visa n° 18-210 du 30 mai 2018 ; FREY社 ;

調達予定額 2億187万4950ユーロ

	持株比率 (議決権比率)	目論見書に記載された引受けの予定
筆頭株主	36.81% (36.85%)	優先引受権の一部の行使を約諾、残部は0.01ユーロの名目的対価を得て3名(うち1名が第五位株主である)へ譲渡。
第二位株主	17.85% (17.87%)	優先引受権の一部の行使を約諾、残部は0.01ユーロの名目的対価を得て第六位株主へ譲渡。
第三位株主	17.85% (17.87%)	優先引受権の全行使を約諾、加えて、失権株が生じた場合には発行予定株式数の3分の1に当たる数を限度として追加の引受けを行うことを約諾。
第四位株主	9.33% (9.34%)	記載なし
第五位株主	5.48% (5.94%)	筆頭株主から譲り受けたものを含めて優先引受権を全行使することを約諾、加えて、失権株が生じた場合には発行予定株式数の3分の1に当たる数を限度として追加の引受けを行うことを約諾。
第六位株主	5.48% (5.49%)	第二位株主から譲り受けたものを含めて優先引受権を全行使することを約諾、加えて、失権株が生じた場合には発行予定株式数の3分の1に当たる数を限度として追加の引受けを行うことを約諾。

備考：第三位株主、第五位株主および第六位株主の約諾により、発行予定株式の全部についてあらかじめ引受けが得られることが決まっている。

⑧ Visa n° 18-235 du 11 juin 2018 ; SAFE ORTHOPAEDICS社 ;
調達予定額836万4885ユーロ

	持株比率 (議決権比率)	目論見書に記載された引受けの予定
筆頭株主	22.24% (30.22%)	引受けを行わず、優先引受権を全て1口0.0001ユーロの名目的対価を得て譲渡。
第二位株主	11.43% (10.02%)	優先引受権の一部の行使を約諾、残部は1口0.0001ユーロの名目的対価を得て譲渡。
第三位株主	10.80% (8.87%)	記載なし
第四位株主	2.38% (3.38%)	記載なし

備考：会社の株主でない4名の機関投資家は既存の株主（筆頭株主および第二位株主のほか、4名の株主）から1口0.0001ユーロで譲り受けた優先引受権および市場で取得した優先引受権の行使を約諾することによって、別の3名の機関投資家は失権株のうち会社の取締役会からの割当てを受けた部分についての引受けを約諾することによって、合計で発行予定株式数の69.04%についての引受けを得られることがあらかじめ決まっている。第二位株主による優先引受権行使の約諾とあわせて、発行予定株式数の75.26%についてのあらかじめ引受けが得られることが決まっている。

⑨ Visa n° 18-273 du 29 juin 2018 ; CS COMMUNICATION & SYSTEMES社 ;
調達予定額1016万0637.80ユーロ

	持株比率 (議決権比率)	目論見書に記載された引受けの予定
筆頭株主	33.88% (45.89%)	引受けを行わず、優先引受権を全て譲渡。
第二位株主	28.31% (22.26%)	引受けを行わず、優先引受権を全て譲渡。
第三位株主	10.36% (8.15%)	優先引受権の全行使の約諾。さらに、引受期間の満了時において引受けのあった新株の数が発行予定株式数の75%に満たないときは、発行予定株式数の75%に当たる数と、それまでに引き受けられた新株の数の差に当たる数の株式の引受けを行うことを約諾。
第四位株主	9.01% (7.09%)	記載なし

(12) フランス上場会社による新株発行の場面における有力株主の役割について

⑩ Visa n° 18-314 du 13 juillet 2018 ; ELECTRO POWER SYSTEMS S.A.社 ;
調達予定額3032万1292.50ユーロ

	持株比率 (議決権比率)	目論見書に記載された引受けの予定
筆頭株主	59.89% (59.89%)	優先引受権の全行使の約諾、さらに、縮減可能な引受けによって発行予定株式数の全部を引き受けることを約諾。

⑪ Visa n° 18-393 du 22 août 2018 ; AWOX社 ; 調達予定額378万2965.00ユーロ

	持株比率 (議決権比率)	目論見書に記載された引受けの予定
筆頭株主	18.94% (29.55%)	優先引受権の一部の行使を約諾。
第二位株主	5.37% (4.70%)	引受けを行わず、優先引受権を全て譲渡。
第三位株主	5.15% (4.51%)	優先引受権の一部の行使を約諾。
第四位株主	4.71% (4.12%)	記載なし
第五位株主	2.65% (2.32%)	引受けを行わず、優先引受権を全て譲渡。
第六位株主	2.43% (2.12%)	引受けを行わず、優先引受権を全て譲渡。

備考：会社の役員4名も、市場で購入し、または株主として保有する優先引受権を行使することを約諾し、筆頭株主および第三位株主による約諾とあわせて、発行予定株式数の20.2%に達している。このほか、新たに株主となる3名の自然人が、取得予定のある、発行予定株式数の13.9%分に相当する優先引受権の行使を約諾。また、4名の機関投資家は共同して、失権株が生じた場合に、最大で発行予定株式数の約41.3%に相当する数までの株式を引き受けることを約諾。以上合計で、発行予定株式数の75.4%についてあらかじめ引受けを得られることが決まっている。

⑫ Visa n° 18-426 du 14 septembre 2018 ; ORCHESTRA-PREMAMAN社 ;
調達予定額2864万1379.95ユーロ

	持株比率 (議決権比率)	目論見書に記載された引受けの予定
筆頭株主	68.00% (80.86%)	優先引受権の全行使を約諾、さらに、引受期間満了時において引受けのあった新株の数が発行予定株式数の75%に満たないときは、発行予定株式数の75%に当たる数と、それまでに引き受けられた新株の数の差に当たる数の株式の引受けを行うことを約諾。
第二位株主	8.93% (5.31%)	記載なし

- ⑬ Visa n° 18-443 du 21 septembre 2018 ; GLEVENTS社 ;
調達予定額 1 億0673万8714.60ユーロ

	持株比率 (議決権比率)	目論見書に記載された引受けの予定
筆頭株主*	53.47% (64.10%)	優先引受権の全行使を約諾。
第二位株主*	15.45% (15.16%)	優先引受権の全行使を約諾。

*筆頭株主および第二位株主、ならびに、その他の3名の株主は協調して行為する関係にある(合計で持株比率で69.18%、議決権比率では79.59%を占める)。

備考: 筆頭株主および第二位株主に加えて、投資銀行2社による共同の保証により、発行予定株式数の75%について引受けが得られることが決まっている。

- ⑭ Visa n° 18-462 du 28 septembre 2018 ; CEGEREAL社 ;
調達予定額7990万0688.00ユーロ

	持株比率 (議決権比率)	目論見書に記載された引受けの予定
筆頭株主 グループ*	55.38% (55.38%)	グループを構成する3名がそれぞれ優先引受権の全行使を約諾、さらに第二位株主による申込みと合計して、発行予定株式数の100%に相当する数の新株の引受けを約諾。
第二位株主	25.00% (25.00%)	優先引受権の全行使を約諾、さらに筆頭株主グループによる申込みと合計して、発行予定株式数の100%に相当する数の新株の引受けを約諾。

*それぞれが18.46%の持株比率を有する3つの有限会社(NW CGR1社、NW CGR2社およびNW CGR3社)から構成される集団である。

- ⑮ Visa n° 18-481 du 10 octobre 2018 ; ARCHOS社 ; 調達予定額407万4003.60ユーロ

	持株比率 (議決権比率)	目論見書に記載された引受けの予定
筆頭株主	6.0% (11.1%)	引受けを行わず、優先引受権全部を1ユーロで、会社の債権者に譲渡。

備考: 筆頭株主から優先引受権を譲り受ける債権者は、これを行行使する(その払込みは、会社に対して有する債権との相殺による)ことを約諾している。

(14) フランス上場会社による新株発行の場面における有力株主の役割について

三. 分析と検討

二. で掲げた15件のうち、新株発行の決議の成立を阻止するこのできる、総議決権の3分の1超を有するような株主が存在する会社の発行にかかるものは、①・④・⑤・⑦・⑨・⑩・⑫・⑬・⑭の9件であった。うち⑤・⑦・⑨を除く6件では、筆頭株主の持株比率は過半数に達している。さらに⑤についても、協調して行為する筆頭株主および第二位株主を合計した議決権比率は3分の2を超えている。すべての新株発行が株主特別総会の決定に基づくという制度を前提とすれば、これら9件の発行はすべて、少なくとも株主総会の場においては、その筆頭株主の賛成を得たものであるということになる。

発行を実施する段階での、発行についての大株主の賛否はどうであろうか。この点を明らかにするために、筆頭株主その他の主要株主の引受けに関する予定を会社が把握しているかどうかを手掛かりとなる。実際、優先引受権を行使するか否かにおいては様々であるが、発行会社が主要株主の引受けの予定を全く把握していないというケースは15件の中には存在していない。そのうち、株主自ら優先引受権の全部または一部を行使することの約諾（engagement；義務の負担）を行っているケースでは、発行の実施段階においても会社が主要株主の協力を得られていることが示唆されている。有力株主が自ら優先引受権を行使しない場合であっても、当該株主に代わって引受けを行うことを請け負う、他の株主または外部の投資家への優先引受権の譲渡を約している場合も同様に考えることができる。

この点に関連して、既存株主または外部の投資家による引受けの約諾が、発行予定株式数のうち一定割合以上をカバーするように調整されている可能性があることを指摘したい。多くのケースにおいて意識されていると思われる水準は、発行予定株式数の75%である。15件のうち①・⑨・⑫・⑬のケースが、発行予定株式数のちょうど75%の引受けの約諾を確保している。また、75%近傍のものとして、②のケースでは75.15%、⑧のケースでは75.26%、⑪のケースでは75.4%について引受けの約諾が存在している。最後に、75%未満のものであるが、70.22%の引受けの約諾を確保している④のケースが存在する。なお、③・⑤・⑦・⑩・⑭が発行予定株式数の100%の引受けの約諾を確保しているほか、これに準じるものとして、94.13%の引受けの約諾を得ている⑥のケースがある。以上に対し、⑮の

ケースだけが例外であり、持株比率6%の筆頭株主から優先引受権を譲り受ける会社債権者が、その譲り受けた権利を行使することを約諾している以外には、引受けが得られる保障が存在していないものである。

発行予定株式数の75%の引受けが確保されることの法的な意義は、株主総会の別段の決定がないかぎり、取締役会のみによって、実際に引受けがあった限りで発行を実現させることを決定することができるという点にある(商法典L. 225-134条I第1号および同条II⁶)。反対に、当初予定の発行数の75%に満たない数の株式にしか引受けが得られなかった場合は、その後において、失権株を引き受ける者を会社が見つけないかぎり、当該発行は失敗に終わることになる。

したがって、発行予定株式数の75%の引受けの約諾をあらかじめ確保することは、発行を成功させることを当然希望する会社にとって、重要な意

8 商法典

L. 225-134条 I. 縮減不能の引受および場合により縮減可能の引受が、資本増加の総額に達しなかったときは：

1°資本増加の総額は、株主総会の反対の決定がないかぎり、引受の総額に限定されることができる。いずれの場合においても、資本増加の総額は、決定された増加額の4分の3を下ることができない；

2°未引受の株式は、株主総会がこれと異なる決定をしないかぎり、その全部または一部が自由に割り当てられることができる；

3°未引受の株式は、株主総会がその可能性を明示的に認めたときは、その全部または一部が公募されることができる。

II. - 取締役会または業務執行役会は、自らが決定した順位により、上記所定の選択権またはそのうちの一部のみを行使することができる。資本増加は、当該選択権の行使の後、受領された引受の総額が資本増加の総額に、または本条Iの1°所定の場合においては当該増加額の4分の3に達しないときは、実現されない。

III. [省略]

(訳文は、加藤徹、小西も恵、笹川敏彦、出口哲也「<翻訳>フランス会社法(7)」法と政治66巻3号(2015年)にしたがった。ただし、本稿の他箇所と用語を一致させるため、“souscription à titre irréductible”の箇所は「縮減不能の引受」と、“souscription à titre réductible”の箇所は、「縮減可能の引受」とした。また、“assemblée générale”については、「株主総会」とした。

(16) フランス上場会社による新株発行の場面における有力株主の役割について

義を有する。先に検討した発行の事例において、発行予定額の75%の確保に会社が注意していることが観察できたのは、そうした理由によるものとみるべきであろう。ところで、既存株主の優先引受権を維持して行われる発行においては、実際にどれだけの引受けが得られるかの問題は、既存株主が有する優先引受権がどれだけ行使されるかの問題と表裏一体である。とくに高い持株比率を有する株主が存在する場合においては、当該株主が保有する大量の優先引受権の行使の如何は、発行の成否を大きく左右することは明らかである。そうだとすれば、会社としては有力株主との間で事前に、会社が計画する発行に協力して引受権を行使するように合意を取り付けておくことが必要となる。このことは株主総会における新株発行の決定の場面とは別に、発行を実施する段階においても有力株主が重要な役割を果たすと考えるべき事情である。

その反面、そうした有力株主から引受権行使の協力が得られないとすれば、会社は発行を断念しなければならない可能性がある。もっとも、計画中の新株発行が会社にとって利益になるものであるとすれば、会社の株式を大量に保有する有力な株主ほど、その新株発行計画を実行することで利益が得られるはずである。そこで、仮に優先引受権を自らすべて行使することはできないとしても、計画中の発行を行うことには同意したうえで、自身の有する優先引受権は外部の投資家に対して名目的価格で譲渡し、当該投資家にこれを行わせることを請け負わせるのが合理的となる場合がある。優先引受権を実質的な対価なしで手放すことによる経済的損失を上回る利益が、当該発行が成功することによって生じるのであれば、大株主も発行の実施に応じるであろう。今回取り上げた15件のうち、主要株主がその優先引受権を、自身に代わってこれを行わせることを請け負う他の投資家へと名目的対価を得て譲渡しようとしており、かつ、このことを会社が把握しているというケースとして①・④・⑦・⑧がある。これらのケースにおいて優先引受権をやり取りする株主間、または株主および外部の投資家との間での合意についても、会社によるはたらきかけは存在しているものと推測される。

以上に見たところを総括すれば、有力株主が新株発行に参加し引受けを行うかどうかという意向を、会社が全く把握しないままに発行を実行しようとするのではないものといえる。その理由は、優先引受権を維持した発

行では、上記の75%ルール (L. 225-134条I第1号、同条II) もあって、有力株主がその優先引受権を行使するか否かによって大きく左右されるからだと考えられる。この点、優先引受権を除去した発行の場合であれば既存株主の意向は無関係かと思われるかもしれないが、優先引受権の除去もまた株主特別総会の権限であり、総議決権の3分の1を有する株主が反対するような除去の提案は否決される性質のものであることに注意を要する。

他方で、有力株主がその優先引受権を、ときに名目的価格を対価にまとめて手放す例が複数存在した。当該株主はその分経済的損失と、持株比率の低下という不利益をこうむるはずであるが、こうしたケースでは、会社の資金調達を必要を満たすことを、有力株主自ら優先したものと考えられる。

そのように、計画中の新株発行を成功させるため、会社は有力株主との間で連絡を取り、株主の側でも、ときに失権株についてまで引受けを約諾し、またときに自分に代わって引受けを行う機関投資家または他の株主に対して、優先引受権を譲渡することを承諾するなどしている。発行が成功するための条件を整えるため、会社と有力株主との間で事前に対話が行われているということは明らかであり、その交渉の中では、有力株主は当然、一定の発言力を有するに違いない。

もっとも、ここまで不明であり続けている事柄についても述べておかなければならない。それは、公開されている目論見書は、会社と株主との間で話がまとまったケースのみに関するものであり、これと反対に会社と株主との間で折合いがつかず、実施に移すことができなかつた新株発行の計画がどれだけ存在したかということ判断する材料にはなり得ないという点である。むろん、会社が計画した新株発行自体が会社に利益とならないものであれば、株主がこれを拒絶することはむしろ妥当である。また、計画された新株発行が会社に利益をもたらすものであれば、株主は優先引受権を手放すことによること自体の不利益を甘受してでも、それ以上の利益を自身にもたらす、会社の提案を受け入れるであろう。

そこで、問題は、会社の計画する新株発行は合理的なものであるのに、有力株主が支配権の維持等に固執するために反対を続け、計画が頓挫するような場合であるということになる。このような場合が実際に（とくに上場会社で）どれほどあるのかを知ることはできないとしても、そこで援用

(18) フランス上場会社による新株発行の場面における有力株主の役割について
されうる法理については言及し、その射程について検討しておきたい。つ
ぎにみる少数派議決権濫用の法理である。

第二章 新株発行と少数派議決権濫用の法理

一. 少数派議決権濫用の法理の意義

「すべての会社〔sociétés〕は適法な目的を有し、かつ社員の共同の利益
において設立されるのでなければならない」(民法典1833条1項)。株式会
社(société anonyme)を含む、商法典が規律する種類の会社までも対象と
するこの規定は、社員(株主)の一部が全社員の利益をないがしろにする
ような行為を非難する根拠となる。そして許容することのできない利己的
行為が、社員総会(株主総会)における議決権行使において存在した場合
に適用されるのが、上記の民法典1833条1項を基礎として判例によって形
成された、議決権濫用の法理である(したがってこの類の法理が適用され
るのは株式会社に限られないのであるが、以下では基本的に株式会社を念
頭に「株主」の「株主総会」における議決権濫用として記述を行う)。株主
総会決議を成立させることができるだけの議決権を有する多数派株主によ
る議決権の濫用が多数派議決権の濫用(abus de majorité)であり、反対に、
株主総会決議の成立を阻止することができるだけの議決権(拒否権)を有
する株主のうち、多数派株主でない者による議決権の濫用が少数派議決権
の濫用(abus de minorité)⁹または対等議決権の濫用(abus d'égalité)であ
る¹⁰。少数派議決権の濫用の法理が対象とするのは、株主特別総会の決議の
成立を阻止することのできる、総議決権の3分の1以上かつ2分の1以下

9 “Abus de minorité” という原語は、字義的には、「少数派による濫用」を意味
するにとどまり、かならずしも議決権の濫用に特定されない。したがって広義
には、株主総会の検査役の選任の申立てが少数派株主によって「濫用的に」行
われるような場合をも含む表現である(abus « positif »: 「積極的」濫用〔Philippe
MERLE et Anne FAUCHON, *Sociétés commerciales*, 22e éd., Dalloz, 2019, no 665〕)。こ
れに対して狭義では、少数派による濫用の例としてもっとも顕著な、株主総会
決議を成立させることを拒否する形での濫用を指す(abus « négatif »: 「消極的」
濫用)。本稿は狭義の“abus de minorité”を指して、(反対の議決権行使をする
場合のほか総会を欠席する場合を含めて)「少数派議決権の濫用」といつている。

(阻止少数)を有する株主による反対の議決権行使である(それゆえ、ここで「少数派」というのは、単に過半数を有する株主〔多数派〕でないことを意味するにとどまり、実際には議決権の3分の1超を保有する有力株主であることに注意を要する)。対等議決権濫用の法理が対象とするのは、総議決権のちょうど2分の1を有する株主による、株主通常総会の決議の成立を阻止する行為である。なお、理論的には、議決権の過半数(または3分の2以上)を有する多数派株主が、株主通常総会(または特別総会)の決議の成立を阻止する形での濫用もありえ(abus de majorité « négatif » ; 多数派議決権の「消極的」濫用¹¹⁾、いくつかの例(長期にわたり配当を行わないなど)が存在するが、現在までに判例法上の確立された理論として定着しているのは、以上の3つの場合(多数派議決権の濫用・少数派議決権の濫用・対等議決権の濫用)に限られる。

本稿での検討対象は少数派議決権濫用の法理である。なぜなら新株発行

10 日本国内での先行研究として、清弘正子「少数派による資本多数決の濫用とその制裁～フランスにおける理論と判例～(上・下)」国際商事24巻9号933頁、10号1054頁(1996年)、藤原雄三「フランス商事会社法における少数者株主の保護」平出慶道先生・高窪利一先生古稀記念『現代企業・金融法の課題』[下](2000年、信山社)803頁とくに821頁以下、山本真知子「フランスにおける株主・社員の議決権濫用による総会決議不成立と損害の回復」酒巻俊雄先生古稀記念『21世紀の企業法制』847頁、同「フランス会社法における少数派株主・社員の権利濫用概念の生成」倉沢康一郎先生古稀記念『商法の歴史と論理』(新青出版・2005年)933頁、鳥山恭一「有限会社における『少数派の濫用』および総会決議の効力」早稲田法学93巻1号(2017年)205頁。

11 Anne-Laure CHAMPETIRE DE RIBES-JUSTEAU, *Les abus de majorité, de minorité et égalité: Étude comparative des droits français et américain des sociétés*, Dalloz, 2010, n° 159, p. 117. 本稿が注目する資本増加に関しても、法令の要求する資本増加を多数派社員が拒絶し続けたことについて濫用が認められた事案が存在する(Cass. 1^{er} civ., 16 juillet 1998, *BJS* 1998, p. 1131, chron. Jean-Jacques DAIGRE ; *D.* 2000, jurisp., p. 63, note Bruno DONDERO ; *D. Affaires* 1998, p. 1597, obs. M. BOIZARD, ; *Defrénois* 1998, art. 36889, p. 1293, note Henri HOVASSE, *Defrénois* 1999, art. 36918, p. 3, note Yves GUYON ; *JCP E* 1998, p. 1736, note Jean-Jacques DAIGRE ; *Rev. sociétés* 1998, p. 778, note Jean-François BARBIÈRI ; *RTD com.* 1999, p. 110 note Claude CHAMPAUD et Didier DANET ; *Dr. Sociétés* oct. 1998, n° 121)。

(20) フランス上場会社による新株発行の場面における有力株主の役割については、定款の資本の額の定めの変更(資本増加)をとまなうものとして常に株主特別総会決議によって行われるものであるからである。以下では、少数派議決権濫用の法理に関する一般的事項について確認したうえで、とくに新株発行に関連してこの法理が援用されたケースに注目して、その具体的な適用のあり方について検討する。

二. 要件および制裁

少数派議決権濫用に定義を与え要件を示すことでこの法理を確立したのは、破毀院商事部の1992年7月15日の判決¹²であった。同判決によれば、少数派議決権の濫用とは、「会社の一般利益に反する態度であって、〔筆者注：少数派株主が〕他の社員全体の犠牲のもと自身の利益を優先させることを唯一の目的として、会社にとって本質的な行為(*opération essentiel*)の実現を阻止しようとしたような」場合をいう。この判示から、多数派議決権濫用の場合と平行に¹³、少数派議決権濫用の法理は2つの要件からなるものと理解されている(なお、これらの要件は対等議決権の濫用の場合にも妥当する¹⁴)。第一の要件は、客観的要件で、少数派株主の態度、つまり株主特別総会決議の成立を拒絶することが、会社にとって本質的な行

12 Cass. com., 15 juillet 1992, *Bull. civ.* IV, n° 279. 清弘・前掲注10の文献1058頁、鳥山・前掲注10の文献212頁。なお、この破毀院判決以前には少数派議決権濫用の法理が存在しなかったというわけではない点を指摘しておく(これ以前の学説および裁判例の状況について、Yves CHARTIER et Jacques MESTRE, *Abus de majorité et minorité*, in *Thémis : Les grandes décisions de la jurisprudence : Les sociétés*, P.U.F., 1988, p.52, spéc., p. 55 et suiv. ; Martine BOIZARD, *L'abus de minorité*, *Rev. sociétés* 1988, p. 365 et suiv.を参照)。

13 多数派議決権の濫用が認められるためには、①会社の一般的利益に反して(客観的要件)、かつ、②少数派の社員の犠牲のもと自身の利益を優先させることを唯一の目的として(主観的要件)、特定の総会決議を多数派社員が成立させることが要件となる(Cass. com., 18 avril 1961, S., 1961, p. 257, note André DALSACE ; *JCP*, 1961, 12164, note D. B. ; MERLE et FAUCHON, *op. cit.* (note 9), n° 664 ; Maurice COZIAN, Alain VIENDIER et Florence DEBOISSY, *Droit des sociétés*, 32^e éd., LexisNexis, 2019, n° 617)。これと比較したとき、少数派議決権の濫用の法理においては、客観的要件として、少数派社員が会社にとって肝要な行為の実現を阻止したことが求められる点が特色となる

為の実施を阻み、会社の利益を侵害するものであることである。第二の要件は、主観的要件で、その態度が、他の株主を犠牲に、もっぱら自己の利益を優先させることを目的としていることである。2つの要件はそろって満たされることが必要であり、いずれか一方でも認定されない場合には少数派議決権の濫用は成立しない¹⁵。

前者の要件、「会社の利益に反する」とは、少数派株主の態度のために、会社の存続が危ぶまれる事態に陥ることを意味するものとして理解されてきた¹⁶。上述の1992年の破毀院商事部判決はすでに「本質的な行為」(opération essentiel)の実現阻止と述べていたところであるが、ここにいう「本質的」とは「会社の存続のために不可欠」(indispensable à la survie de la société)の意味であることは、2018年に下された破毀院第三民事部の判決(対等議決権の濫用のケースであった)によってより明らかにされることとなった(会社の存続が危機にさらされていないときは、濫用は認定されない)¹⁷。したがって、単に会社にとって経済的に意義のある行為の実現を拒否するだけでは少数派議決権の濫用に該当しない¹⁸。

少数派議決権の濫用が裁判により認められた場合の制裁はどのようなものか。まず、判例は、当該濫用をした少数派株主は原告となった会社または多数派株主に対して損害賠償の責任を負うことを認めている(不法行為責任)¹⁹。しかしながら、少数派議決権の濫用が成立するのが、会社の存続にとって不可欠な行為が少数派株主の反対によって成立しなかったという場合であるとすれば、その不可欠な行為を実施できるようにすることが問題の解決にとって重要な意義を有する。そこで、初期の裁判例には、判決をもって株主総会決議に代え、実現を阻止されていた行為を有効なもの

14 Cass 3^e civ., 14 février 2007, *BJS* 2007, p. 882, note Paul LE CANNU ; Michel GERMAIN et Véronique MAGNIER, *Les sociétés commerciales*, 22^e éd., LGDJ, 2017, n^o 2096 ; COZIAN, VIENDIER et DEBOISSY, *op. cit.* (note 13), n^o 626.

15 Cass. com., 4 décembre 2012, no 2011-2540 ; 19 mars 2013, *Rev. sociétés*, 2014, p. 169, note Anne-Laure CHAMPETIER DE RIBES-JUSTEAU. 邦語の評釈として鳥山・前掲注10の文献がある。

16 CHAMPETIER DE RIBES-JUSTEAU, *op. cit.* (note 11), n^o 375, p. 263 ; Renaud MORTIER, *Opérations sur capital social*, 2^e éd., LexisNexis, 2015, n^{os} 291 et 292 ; Anne RABREAU, note sous Cass. 3^e civ., 5 juillet 2018, *Gaz. Pal.* 18 décembre 2018, p. 3362.

(22) フランス上場会社による新株発行の場面における有力株主の役割について
する解決を採用するものも存在した²⁰。しかし、その後現在までに確立された
解決は、裁判所は判決後に開催される株主総会において、濫用を行った
少数派株主に代わって当該株主の議決権を行使する特別受任者を選任する
というものであった(裁判所の判決が、会社の機関の決定に代わることは

-
- 17 Cass. 3^e civ., 5 juillet 2018, no 17-19975, *JCP E* 2018, 1466, note Corinne BOISMAIN ; *Gaz. Pal.* 18 décembre 2018, p 65, note Anne RABREAU ; *Rev. sociétés* 2019, p. 3361, note Anne-Laure CHAMPETIER DE RIBES-JUSTEAU. 判決文の中で、第三民事部は、「…控訴院〔原審〕は、Y〔被告〕がその反対の議決権行使によって、会社の存続がそれにかかっていたところの一般利益の追及にとって本質的な行為を、もっぱら他の社員の犠牲のもとに自身の利益を優先させる目的で妨げたか否かを審理するのが適切であると正確に認め」、会社の経営の状況を示す事実を認定したうえで、「控訴院は、そのこと〔認定事実〕から、会社の存続は脅かされていなかったこと、および、会社の財務を確保するための交互計算の資本金への充実に代わる解決が存在していなかったのではなかったことを導くことができたのであり、かつこれらの理由のみによって、自身の判決を法的に正当化した」(下線筆者)のものであったとして、破毀申立を退けている。従来、「会社の存続に不可欠な行為」が「会社に本質的な行為」であることは明らかであったが、それ以外にも「会社に本質的な行為」が存在しないのかどうかは異論の余地があった。本判決で第三民事部は、会社の存続が危機にさらされていないときは濫用が成立しない旨を明らかにしたのであり、そのことは「会社の存続にとって不可欠な行為」だけが、「会社に本質的な行為」であることを意味している。
- 18 Cass. com., 9 mars 1993, *Bull. civ.* IV, n^o 101 ; *JCP N* 1993. II. p 293, note Jean-François BARBIÉRI ; *D.* 1993, jurispr., p. 363, note Yves GUYON ; *Rev. sociétés* 1993, p. 403, note Philippe MERLE ; *JCP G* 1993. II. 22107, note Yann PACLOT ; 清弘・前掲注10の文献1059頁；山本・前掲注10「少数派株主・社員の権利濫用概念の生成」939頁以下；Cass. com., 5 mai 1998, *Bull. civ.* IV, n^o 149 ; *BJS* 1998, p. 755, n^o 245, note Laurent GODON ; Cass. com., 4 février, 2014, *Rev. sociétés* 2014, p. 426, note Bernard SAINTOURENS ; CHAMPETIER DE RIBES-JUSTEAU, *op. cit.* (note 11), n^o 152, p. 114.
- 19 Cass. com., 18 juin 2002, *BJS* 2002, p.1197, note Laurent GODON (少数派株主による妨害のため会社が営業権〔concession〕を喪失したことにより被った損害を会社に賠償することが命じられた)。多数派社員もまた少数派株主の不法行為責任を追及することができ、Lyon, 20 décembre 1984, *D.* 1986, jurispr., p. 506, note Yves REINHARDでは、会社が消滅したことで多数派社員が被った損害の3割に相当する金額の賠償が命じられた。

認められない²¹。その際、裁判所は受任者が賛否いずれの投票を行うかを指定することはできないものとされているが²²、少数派議決権の濫用が認定

20 今日における少数派議決権濫用の法理の定義を確立した1992年7月15日の判決（前掲注12）と同年の1月、破毀院商事部は先行して、少数派議決権の濫用については「…損害賠償以外に、会社の利益を考慮した他の解決」があることに言及していた（Cass. com., 14 janvier 1992, *Rev. sociétés* 1992, p. 44, note Philippe MERLE ; *JCP E* 1992. I. 301, note Alain VIANDIER ; *JCP* 1992. II. 21849, note Jean-François BARBIERI ; 清弘・前掲注10の文献1057頁）。その「他の解決」とは、翌1993年3月9日の破毀院商事部判決（前掲注18）が明らかにしたところによれば、結局、本文で述べるような特別受任者の選任であったのだが、当初はまさに、判決をもって総会決議の成立に代えることを意味するものと理解する見解もあった（学説の状況につき、CHAMPETIER DE RIBES-JUSTEAU, *op. cit.* (note 11), n^{os} 549 et suiv.を参照）。こうした破毀院の態度に対して、ちょうどこれら2つの破毀院の判決の間に、ヨーロッパ共同体裁判所が、会社資本に関する1976年の第二指令の意義に関して、「すべての資本増加は株主総会決議に基づかなければならない」ことを確認したことの影響があった可能性がある（CJCE, 24 mars 1992, no C-381/89, *Rev. Sociétés* 1993, p. 111, note Sabine DANA-DEMARET. Voy. aussi CHAMPETIER DE RIBES-JUSTEAU, *ibid.*, n^o 544, p. 371 ; MORTIER, *op. cit.* (note 16), n^o 277 p. 185)。

なお、元々下級審裁判例の中には、つぎのように総会決議に代わる判決を下すものもあった。Lyon, 25 juin 1987, *RTD com.* 1987, p. 70, note Yves REINHARD ; T. com. Pointe-à Pitre, 9 janvier. 1987, *Rev. sociétés* 1987, p. 285, note Yves GUYON. 以上は1993年3月9日の破毀院判決以前のものであるのに対して、1993年5月25日のParis控訴院の判決（Paris 3^e ch., 25 mai 1993, *Dr. Sociétés*, 1993, n^o 165, note Hervé LE NABASQUE ; *D.* 1993, p. 541, note Alain COURET ; *Rev. sociétés* 1993, p. 827, note Gaëtane DURAND-LÉPINE ; 清弘・前掲注10の文献1061頁）は、破毀院が立場を明らかにした後に、これと明白に反対する結論を採用した下級審判例として注目される。この事案においては、直ちに資本増加が実現されるのでなければ会社の解散は回避できず、特別受任者の選任を経て再度株主総会の招集を待つ余裕はなかった、という特殊な事情があった。破毀院の立場には反するとしても、事案の解決としては妥当なものだったというべきであろう。なお、1993年3月9日の破毀院判決の差戻し後の控訴院判決においても、阻止されていた資本増加が判決によって有効されるという結論が採用されたが、当該審級において少数派社員が、判決によって資本増加を有効にすることに同意したという事情による（Toulouse 2^e ch., 13 mars 1995, *BJS* 1995, p. 401 note Paul LE CANNU)。

(24) フランス上場会社による新株発行の場面における有力株主の役割について
されたからには目的の決議が可決されることが会社にとって不可欠であり、
会社の利益にかなうものであることは明白であろう。したがって、議決権
を代理行使する受任者の投票行為に裁判所が介入しないとしても、おのず
と結論は定まるものと考えられる。この点を指摘して、裁判所は実質的に
は、株主総会決議に変わる決定を判決の中で下しているのと変わらないと
考えている論者も存在するところである²³。

そのように、判例により確立された要件から演繹するだけでも、少数派
議決権濫用の法理が、きわめて例外的な場合にのみ適用される性質のもの
であることは明らかである。とくに、少数派株主によって阻止されるのが
会社の存続にとって不可欠の行為であるということが客観的要件として求
められるので、倒産の危機にない会社が行う新株発行の場面でこの法理が
適用される場面は基本的には存在しないということになるであろう。会社
の事業の拡大のために計画された新株発行の実施を拒否することは、単に
正当な議決権の行使であると評価されるのである²⁴。以下では新株発行の場
面に絞って少数派議決権濫用の法理の適用が争われた裁判例の検討を行う
が、相当に例外的なケースでなければ濫用は認められない（濫用に該当し
ないとすれば、少数派株主の正当な議決権行使となる）ことが確認される
であろう。

21 Cass. com., 9 mars 1993, préc. (note 18). 受任者の選任および報酬のための費
用も、濫用が認定された少数派株主が負担する。この受任者は、少数派社員を
代理する存在であり、議決権行使に当たっては会社の利益とともに、少数派社
員の正当な利益をも尊重する義務を負う（判旨参照）。Voy. aussi CHAMPETIER DE
RIBES-JUSTEAU, *op. cit.* (note 11), n^{os} 555 et suiv., p. 379 et suiv.

22 COZIAN, VIENDIER et DEBOISSY, *op. cit.* (note 13), n^o 625 ; Cass. 3^e civ., 16 décembre
2009, no 09-10209, *JCP E* 2010, 1145, n^o 2, note Florence DEBOISSY et Guillaume
WICKER ; *BJS* 2010, p. 468, note François-Xavier LUCAS ; Cass. com., 4 février 2014,
no 12-29348, *Rev. sociétés* 2014, p. 426, note Bernard SAINTOURENS ; *BJS* 2014, p. 302,
note Dominique SCHMIDT.

23 François-Xavier LUCAS, La réparation du prejudice cause par un abus de minorité,
LPA 12 septembre 1997, n^o 110, p. 6, spéc., n^o 11, p. 9 ; note sous Cass 3^e civ., 16
décembre 2009, *BJS* 2010 p. 468, spéc., p. 473 ; BOISMAIN, note sous Cass. 3^e civ., 5
juillet 2018, *JCP E* 2018. 1466, p. 18.

24 COZIAN, VIENDIER et DEBOISSY, *op. cit.* (note 13), n^o 624.

三. 新株発行の場面における少数派議決権濫用の法理の適用

少数派議決権の濫用が例外的な場合にのみ認定されるものであること、すなわち判例が確立した要件に即していえば、会社の存続にとって不可欠な行為をなすことを株主が阻止したことが求められるという規範は、議決権の濫用が株主特別総会による新株発行（資本増加）の決議に際して存するというケースにおいても妥当する²⁵。1993年3月9日の破毀院商事部の判決はすでに、有限会社の資本増加の事案において、会社の経営成績が良好であった状況で計画された資本増加に応じることを拒絶した社員について少数派議決権の濫用は認められないと判示している²⁶。少数派社員による濫用を認定していた原判決²⁷を破毀したものであった。

新株発行が会社の存続にとって不可欠というためには、新株発行以外に会社の存続を可能とする手段が存在しないこと、さらに、その新株発行の計画が実現することによって会社が存続可能となることを示す必要もある。近時、破毀院第三民事部がこの点について判断を下したほか²⁸、下級審の裁判例もこれまで一貫してこの趣旨を述べているところである²⁹。加えて、計画されている資本増加の意義や会社の財務状況との関連についての情報提供が株主に対して十分になされていない状況においては、仮に当該発行が会社の存続にとって必要なものであったとしても、少数派株主が反対の議決権行使をすることを濫用とは認定できないというのが安定した判例であ

25 CHAMPETIER DE RIBES-JUSTEAU, *op. cit.* (note 11), n° 151, p. 113.

26 Cass. com., 9 mars 1993, préc. (note 18). また、1992年7月15日の破毀院商事部判決（前掲注12）以前の下級審判例であるが、Paris 26 juin 1990, *JCP* 1990. II. 21589, note Michel GERMAINがある。

27 Pau, 21 janvier 1991, *Rev. sociétés* 1992, p. 46, note Philippe MERLE.

28 Cass. 3^e civ., 5 juillet 2018, préc. (note 17).

29 Paris, 24 janvier 1997, *BJS* 1997, p. 405, note Bernard SAINTOURENS ; Trib. com. Chambéry, 9 janvier 1998, *Revue de jurisprudence commerciale* 1999, p. 281, note Florence MAURY ; Paris, 11 février 2014, *Rev. sociétés* 2015, p. 99, note Anne-Laure CHAMPETIER DE RIBES-JUSTEAU ; MORTIER, *op.cit.* (note 16), p. 202, n° 292. また、Paris 26 juin 1990, préc. (note 26)は、少数派株主が拒絶した資本増加の金額が会社の財務を立て直すのに必要な額に比べて過大であったことを、少数派株主による濫用が認められない理由の一つとして示している。

(26) フランス上場会社による新株発行の場面における有力株主の役割について
る³⁰。

反対に、少数派議決権の濫用が認定された事案に着目すると、それが要件の一つであることから当然であるが、会社の存続に必要であることが判明していた資本増加を少数派が拒絶したケースとなる³¹。資本の増加が会社の存続にとって必要となるのは、それが倒産を回避する手段となる場合のほか、法律が定める最低資本金を維持しようとする場合³²、または特定の営業に関する行政の認可 (agrément) を維持に必要な自己資本を確保しようとする場合も含まれる³³。

30 Cass. com., 27 mai 1997, *Bull. civ.* IV, n° 159 ; *BJS* 1997, p. 765, note Gabriel BARANGER ; *Dr. Sociétés* 1997, n° 142. 11, note Dominique VIDAL ; 山本・前掲注10「少数派株主・社員の権利濫用概念の生成」941頁 ; Cass. com., 20 mars 2007, *Dr. Sociétés* 2007, comm. 87, note Hervé LÉCUYER ; *BJS* 2007, p. 745, note Dominique SCHMIDT ; *JCP E* 2007, 1755, note Alain VIANDIER ; *Rev. sociétés* 2007, p. 806, note Anne-Laure CHAMPETIER DE RIBES-JUSTEAU ; Paris, 11 février 2014, préc. (note 29). 株式会社に関しては、資本増加について判断を下す株主特別総会に対しては、提案されている資本増加に関する取締役会の報告書の提出が義務付けられており、それが株主への情報提供の役割を果たす (商法典L. 225-129条1項 ; その記載事項については、拙稿・前掲注1「取締役会に対する新株発行権限の委譲 (3・完)」31頁以下を参照)。適法な報告書に基づかないでなされた株主特別総会決議は無効というのが明文の定めであるから (L. 225-129条1項の違反は「無効である」とするL. 225-149-3条2項を参照)、そのような状況で、少数派株主が提案されている新株発行の決議の成立を拒絶しようとすることは非難できないであろう。少数派議決権濫用の法理の要件との関係では、第二の主観的要件すなわち、他の株主を犠牲にもっぱら自己の利益を優先させる意図が認められないことになるものと考えられる。

31 1992年7月15日の破毀院商事部判決 (前掲注12) より以前の下級審判決として、Lyon, 20 décembre 1984, préc. (note 19) ; Trib. com. Paris, 24 septembre 1991 (1^{er} esp.), *RJDA* 1992, n° 52があるほか、以後の典型的な事例としてCass. com. 18 juin 2002, préc. (note 19) ; Paris, 5 septembre 2013, *BJS* 2014, p. 176を参照。

32 Paris, 25 octobre 1994, *Rev. sociétés* 1995, p. 111, note Yves GUYON.

33 Paris, 25 mai 1993, préc. (note 20).

四. 小括—少数派議決権濫用の法理の限界

本稿における少数派議決権濫用の法理の検討にあたっては、これまで訴訟において少数派議決権の濫用が争われた事案の中に、結論において濫用が認定されたか否かに関わらず、上場会社に関する事例は現れなかったことを指摘しなければならない。この法理はその要件からして例外的な事例においてのみ認められる性質のものであり、かつ、それが適切なのであろう。理論的には、上場会社であっても、その新株発行を実行するののであれば会社の存続が不可能になるという状況に陥れば、その場合においてなお当該発行の実行を拒否する大株主に対して、少数派議決権濫用の法理が適用される可能性はある。ただ、そのような状況自体かなり特殊なものであるし、会社の破綻が目前であることを意味するような状況においては、自身の発言力が低下することを懸念して、新株発行による資金調達を拒否する態度は、上場会社の大株主がとるものとしては想像しがたい。

結局のところ、第一章において残された問題、すなわち、会社の計画する新株発行は合理的なものであるのに、有力株主が支配権の維持等に固執するために反対を続け、計画が頓挫する場合について、少数派議決権濫用の法理は有用ではないと結論せざるを得ない。なぜなら、繰り返しになるが、危機に陥っていない会社による、事業のさらなる発展のための新株発行は（これこそ上場会社において妨げられては不都合なもののだが）、会社の存続にとって不可欠なものではないからである。そして少数派議決権濫用の法理のほかには、株主総会における多数決の帰結を修正する制度または法理として、援用できるものはフランス法の中に見受けられない。

結語

(1) 総括

本稿の結びとして、各章の内容を整理したうえで、本稿の当初の問題意識であった、上場会社の有力株主の反対の議決権行使が、会社の事業の発展に必要な資金調達を阻害するおそれがあるのではないかという点について、結論を示したい。

第一章では、フランス上場会社（Euronext Paris上場会社）が行う、既存株主の優先引受権を維持して行う発行に関する目論見書の記載を通じて、

(28) フランス上場会社による新株発行の場面における有力株主の役割について

会社が発行を実施に移す段階ですでに、新株の優先引受権の行使の意向を確かめるため会社は有力株主との間で何らかの連絡をとっていることを確認した。有力株主の有する優先引受権の行使の如何は会社の行う発行が成功するか否かを左右する要素であり、その消極的な面として、有力株主が会社が計画する新株発行を拒絶するかぎり、会社にとって有用な資金調達も阻止されるおそれがある。とはいえ、第一章で検討の対象としたような目論見書が存在するということは、有力株主がそれぞれの新株発行の成功に協力したことを示している。実際、有力株主は、自ら新株の引受けに参加するときは優先引受権の行使に加えて、失権株が生じた場合にさらに引受けを行うことを約諾することによって発行の成功に寄与しようとするケースがみられた。また、自らは引受けを行わない場合であっても、自身の代わりに優先引受権を行使する他の株主または外部の投資家に対して自身の優先引受権を、ときに名目的価格で一括譲渡することで、会社の資金調達計画の実行を円滑にするという手法もしばしば採用されていることが確認できた。

第二章では、有力株主が会社にとって有用な新株発行に同意しようとしがない場合に対応しうる法理としての、少数派議決権濫用の法理について、判例が定めている要件と、新株発行の場面における同法理の適用について検討した。しかし、阻止少数を有する株主が反対の議決権行使をすることはもとより当該株主の正当な権利の行使であって、少数派議決権濫用の法理はごく例外的な場合に、多数決の結果を裁判所の関与によって修正しうるに過ぎない。具体的要件としては「会社の存続に不可欠な行為」の実現を、少数派株主が阻止するものでなければならず、会社の事業の発展のための新株発行のごときは、会社の存続自体を危うくする性質のものではないから、およそこの法理の適用対象外となることをみた。したがって、そのような新株発行を有力株主が阻止するのも、適法な権利の行使であると評価されることとなる。

(2) 究極的な解決は会社と株主との対話に委ねられる

結論としては、フランス法は上場会社における新株発行の方法による資金調達の限界も、株主総会における多数決に委ねている、とみるほかはない。その帰結として、総議決権の3分の1以上を有する株主の反対のため

に、実行されないまま頓挫した新株発行の計画が存在する可能性を否定することはできない（それがどの程度存在するかという点についても、可視化のための材料はなく、知ることはできない）。有力株主が会社の事業の拡大にとって妨げとなるおそれは、制度上たしかに存在する。

もっとも、そのことは有力株主が会社の資金調達計画において横暴を極めていることを意味するものでもない。現に実施された発行に関してのみであるが、第一章における目論見書の記載の分析からは、どの会社のケースにおいても、会社と一定の有力株主との間では常に事前の調整が行われており、さらに、場合によっては有力株主自身が発行予定株式数の大部分の引受けを約諾することで、当該新株発行の成功に貢献しているケースも見られた。このような会社と株主との事前の調整が可能であるのも、新株発行が常に株主特別総会の権限とされているという制度面に理由の一部が存在する。総議決権の3分の1以上を有する株主の賛成を得られないような計画は、そもそも株主総会で採用されないからである。また、既存株主の優先引受権もまた、ここで意味を有する。会社が株主のこの権利を除去して、株主割当て以外の方法で新株の募集を行おうとすれば、この権利の除去にもまた株主特別総会の決議が必要とされているのであるし（有力株主の賛同なしには不可能である）、優先引受権を維持した発行を行うのであれば、有力株主の有する相当な数の優先引受権が行使されるか否かが、発行の成否を分けるからである。

最後に、事前の調整の過程において、会社が株主を説得する際に用いることができる材料は、究極的には計画中の新株発行によって会社がさらに成長し、株価の上昇を通じて当の株主が最も利益を得ることができる点であろう。会社が株主との間で調整を行わなければならない状況は、理由のある資金調達計画を練り上げるよう会社を促す側面もある。

しかし、それでもなお、有力株主が一定の議決権比率の維持にこだわる場合はありうる。その場合に至っては、フランスの法はもはや手段を用意していないということ、少数派議決権の濫用の法理すらこのような場合は対象にしていないことをもって確認した。それがフランス株式会社法による割切りである。その結果としてあまりに不当な帰結が生じるのであれば、フランス株式会社法の新株発行規制が既存株主の利益を重視するあまり妥当性を失っているものということになりかねない。他方で、筆者がこ

(30) フランス上場会社による新株発行の場面における有力株主の役割について

れまでの論稿で示したように、フランスにおける現行の新株発行規制の中心的原則として、株主の特別総会だけが新株発行を決定する権限を有するものとされていることは当然視されているし³⁴、既存株主の新株に対する優先引受権の制度も、その公正であること、そのもたらす結論の正当であることを理由に³⁵、フランスの株主および市場規制当局によって支持されてきたのであり³⁶、学説においてもこの権利を廃止すべきであるとの立法論はいまだ現れてはいない³⁷。そうした事情も考慮に入れれば、現在のところ、許容できないほどの不都合は生じていないというのが、筆者の結論である。

34 この原則はヨーロッパ連合の指令の要請の一つでもあるため、このヨーロッパの枠組みの変革がないかぎりフランス国内法で同原則が修正される可能性もない（この点、株主の新株に対する優先引受権の原則についても同様である）。なお、法律が定める有効期限の範囲内（権限委譲の方式により26か月または5年）で取締役会に対する新株発行を実行に移すための権限移譲が可能であり、定時総会の機会を利用して、定期的に株主総会からの授権を取締役会は預かっていることが通常である（拙稿・注1「取締役会に対する新株発行権限の委譲（1）」58頁以下を参照）。このように権限移譲を通じて、取締役会は事業年度の途中の適切な時期を選んで（定時総会の場で株主から許諾を得られた条件にしたがって）新株の発行を実施に移すことができるのであり、そうであれば、優先引受権の除去のための臨時株主総会の開催が別途必要となる、特定された引受人に対する第三者割当の場合を除き、新株発行の決定権限が株主特別総会に専属するという原則は、会社の資金調達機の機動性の妨げにはならないといえる。

35 Alain COURET, *Le droit préférentiel de souscription de l'actionnaire*, Thèse Toulouse, 1978, n° 97 ; MORTIER, *op. cit.* (note 16), n° 319, p. 216.

36 拙稿・前掲注1「優先引受権の法定およびその理論的基礎（3・完）」80頁以下を参照。

37 新株発行に要するスケジュールは、上場会社にとって長すぎはしないか。商事会社に関する1966年7月24日の法律の制定以降、優先引受権の制度（この権利行使のため最低限確保されるべき期間の長さなど）は段階的な規制緩和を重ねた。現行の規制の大枠は、2004年6月24日のオルドナンスによる商法典改正によって定められたもので、スケジュールの面では、ヨーロッパ連合指令が許容している下限まで短縮されている。実際には、上場会社が行う優先引受権を維持した発行において、取締役会による発行実施の決議の日から一般的なケースで4週間程度、最短では3週間強で発行手続きを完了することが可能となった（この点につき、拙稿・前掲注1「株主の新株引受権を中心とした新株発行の規制（1）」167頁以下を参照）。この長さが上場会社の新株発行にとって適切といえるかは評価が分かれるが、やはり定時株主総会の機会を利用して、公募・私募のため優先引受権を除去しておくことは可能であり（取締役会による発行実施の決議日から発行完了まで1週間程度となる）、上場会社の取締役会は一般的に、優先引受権を維持した発行に関する権限委譲と、公募などの優先引受権を除去した発行に関する権限委譲のいずれも預かっており、それらの中から適当なものを選択して発行を実施することができる。そうであるとすれば、現行の新株発行規制はスケジュール面では上場会社の妨げとなる性質のものではなく、残る問題は、やはり、本稿でみたような、一部の有力株主の反対により会社の発展のために望ましい新株発行が阻止されるのではないかという懸念である。本文で述べたとおり、上場会社の新株発行が株主総会決議に基づくかぎり、この懸念が完全に払拭されることはあり得ないとしても、反対に、この懸念が現実の問題としてフランスの上場会社を害するには至っていないと、暫定的に結論する。