

## 《判例研究》

非上場会社における第三者割当による  
新株発行と取締役の対会社責任

——最判平27・2・19金判1464号22頁——

大 川 俊

## 〔事案の概要〕

Z社（被告補助参加人）は、昭和42年に設立された毛髪製品の製造及び販売等を営む株式会社であり、本件において問題となった自己株式の処分（平成15年11月）及び新株発行（平成16年3月）が行われた当時、非上場会社であり、株式の譲渡につき取締役会の承認を要する旨の定款の定めがあった。

Z社は、平成15年中の株式上場を計画し、平成12年5月10日、新株引受権の権利行使価額を1株1万円とする新株引受権付社債を発行した（但し、平成15年6月26日開催の株主総会の特別決議により、権利行使価額が1株1,500円に変更されている。）。しかし、その後、Z社においては、主力商品の展開に失敗し、不動産に巨額の含み損を抱え、有利子負債の額も増大した。Z社は、取引銀行に対して返済停止や追加融資を要請したが、いずれも断られたり、難色を示されたりした。そこで、Z社は、役員報酬及び従業員給与の削減、定期昇給の凍結、広告費の削減、並びに、不動産の売却等を実施した。Z社は、平成10年度から平成12年度までは1株150円の配当を行ったが、平成13年度及び平成14年度は配当を行わなかった。

Z社においては、販売会社合併後の混乱や業績低迷を受けて、平成13年頃から役員職員の退職が相次ぎ、その保有する株式の買取りを求められたのに対して、Y1（代表取締役で被告・被控訴人＝控訴人・原告人）を中心とする役員らが1株1,500円でそれに応じてきた。しかし、Y1の購入資金捻出が困難となり、また、その保有株式数の増加によって税務上同族会社の認定を受ける可能性も

生じたため、Z社は、Y1から自己株式を取得することとした。Z社は、平成14年6月、A会計士に株価算定を依頼した結果、配当還元方式によりZ社の株価は1株1,500円である旨の算定結果を得た。これに基づき、Z社は、平成14年6月28日開催の定時株主総会の特別決議を経て、Y1から自己株式3万3,217株を1株1,500円で買い受けた。なお、Y1は、平成14年12月、幹部従業員に対し、Y1の保有株式を1株1,500円で購入するよう希望者を募ったが、希望者はほとんど現れなかった。

取引銀行の間では、資本維持や財政健全性確保の観点から、上記自己株式の取得に対する消極的な意見が強く、また、Z社の業績が悪化する中で、会長及び副社長が相次いで辞任した上、Y1の保有株式数も減少したこと等から、上記自己株式の取得はZ社の経営状況の不安材料と受け止められた。また、同族会社の認定を受けることが判明し、税務上のメリットもなくなった。そこで、Z社は、Y1に上記自己株式を買い戻させることとし、再びA会計士に株価算定を依頼したところ、Z社の平成15年6月26日以降の株価は配当還元方式により1株1,500円であるとの算定結果を得た。これに基づき、Z社は、平成15年11月6日開催の臨時株主総会の特別決議により、自己株式3万3,217株を1株1,500円でY1に売却する旨（以下「本件自己株式処分」という。）を決議した。ただし、同総会においては、その価額が特に有利なものであることを前提とする説明は行われず、同決議は平成17年改正前商法（以下「旧商法」という。）211条3項が準用する同法280条ノ2第2項所定の特別決議として行われたものではなかった。

Z社は、店舗改修等の設備投資資金及び運転資金を調達するとともに、役員や幹部職員の経営への参画意識を高めることを目的として、第三者割当による新株発行（以下「本件新株発行」という。）を行うこととした。平成16年2月19日、Z社は、取締役会において、出席していたY1、Y2、Y3及びY4（Y2、Y3及びY4はいずれも取締役で被告・被控訴人＝控訴人・上告人）全員一致の賛成によって、本件新株発行（普通株式4万株、発行価額1株1,500円、払込期日同年3月24日、割当先Y1へ2万3,000株、Y2へ5,000株、Y3へ1,000株、Cへ6,000株、Dへ2,000株、Eへ2,000株、Fへ1,000株）を決議した。平成16年3

月8日、Z社は、株主総会の特別決議により、本件新株発行を行う旨を決議した。ただし、同総会においては、その価額が特に有利なものであることを前提とする説明は行われず、同決議は旧商法280条ノ2第2項所定の特別決議として行われたものではなかった。また、本件新株発行については、平成15年11月に行われた自己株式の処分と同一事業年度内での新株発行であり、A会計士の算定結果の取得から4ヶ月程度しか経過していなかったため、改めて専門家の意見を聴取することはなかった。

Z社の平成15年度の決算は増収増益となり、有利子負債の額も減少し、1株100円の配当が行われた。また、平成16年度には広告宣伝の効果もあって新商品の売上げが伸び、増収増益となり、有利子負債の額も大きく減少し、1株150円の配当がなされた。さらに、平成17年度には、新商品の相次ぐ投入や、店舗の刷新等の設備投資が行われた結果、商品の売行きは好調となった。そこで、Z社は、株式の上場を再び視野に入れるようになり、平成18年2月には1株を10株にする株式分割を行い、同年3月には新株22万株を1株900円で発行した。Z社は、平成19年2月14日、ジャスダックに株式を上場した。

Z社の株主であるX（原告・控訴人＝被控訴人・被告）は、本件新株発行の価額は旧商法280条ノ2第2項の「特ニ有利ナル発行価額」に当たるにも関わらず、Yらは同項後段の理由の開示を怠った法令違反がある等と主張して、Yらに対して、公正な価額であると主張する金額（1株3万2,254円）から本件新株発行の価額（1株1,500円）を控除して算出した各金員（合計22億5,171万5,618円）等を連帯して支払うよう求め、株主代表訴訟を提起した。

第1審（東京地判平24・3・1金判1414号15頁、判時2150号127頁、判タ1380号170頁）において、Xは、B会計士の算定結果である収益還元法と時価純資産法を併用した上で株式の非流動性を考慮して30%減額を行う方法によって算出された1株3万2,254円が公正な価額であると主張したのに対し、YらはA会計士が配当還元方式により算定した1株1,500円を、また、Z社はDCF法及び時価純資産法を加味した上で取引事例法により算定した1株1,500円を公正な価額であると主張した。しかし、東京地裁は、いずれの方法にも問題があるとして、GPC社が平成14年度の実績値を基礎として算出したDCF法によ

る評価額に本来加算すべき遊休資産の価値5億3,500万円を加算し、平成15年度の有利子負債額164億1,700万円を控除するという「修正」を施した結果、平成16年3月時点での株式価値は1株7,897円となり、本件新株発行の公正な価額は少なくとも7,000円は下らないと認定した。そして、これと本件新株発行の価額である1,500円を比較した結果、本件新株発行は特に有利な発行価額で行われたものであるとして、Yらの責任を肯定した。これに対して、X及びYらの双方が控訴したが、原審（東京高判平25・1・30金判1414号8頁、判タ1394号281頁、資料版商事372号165頁）は、第1審と同様の理由により、本件新株発行における公正な価額は少なくとも1株当たり7,000円を下回らないとして、Yらの主張を斥けた。そこで、Yらは、次のような理由で上告した<sup>1)</sup>。

①株価算定方法について第1審及び原審が採用するDCF法は、平成16年3月当時、一般的な算定方法ではなかった。②株主総会において仮に「有利な」発行価額である旨の説明を行ったとしても、特別決議により承認されていた可能性が高い。③裁判所認定の適正価額7,000円で同株数（4万株）を引き受ける者はいなかったから、会社にその分の損害が発生したとはいえない。④「有利である」旨を明示しなかったにすぎない軽微な違反であり、しかも公認会計士が株価を1,500円と算定していたこと、当時の取引事例がいずれも1,500円であったこと等に照らせば、1,500円を適正と考えて「有利」な発行価額である旨の説明をしなかった点に過失はない。

### 〔判旨〕

破棄自判・請求棄却。

〔1〕非上場会社の株価の算定については、簿価純資産法、時価純資産法、配当還元法、収益還元法、DCF法、類似会社比準法など様々な評価手法が存在しているのであって、どのような場合にどの評価手法を用いるべきかについて明確な判断基準が確立されているというわけではない。また、個々の評価手

---

1) 上告理由につき、資料版商事372号148頁以下参照。

法においても、将来の収益、フリーキャッシュフロー等の予測値や、還元率、割引率等の数値、類似会社の範囲など、ある程度の幅のある判断要素が含まれていることが少なくない。株価の算定に関する上記のような状況に鑑みると、取締役会が、新株発行当時、客観的資料に基づく一応合理的な算定方法によって発行価額を決定していたにもかかわらず、裁判所が、事後的に、他の評価手法を用いたり、異なる予測値等を採用したりするなどして、改めて株価の算定を行った上、その算定結果と現実の発行価額とを比較して『特ニ有利ナル発行価額』に当たるか否かを判断するのは、取締役らの予測可能性を害することとなり、相当ではないというべきである。

したがって、非上場会社が株主以外の者に新株を発行するに際し、客観的資料に基づく一応合理的な算定方法によって発行価額が決定されていたといえる場合には、その発行価額は、特別の事情のない限り、『特ニ有利ナル発行価額』には当たらないと解するのが相当である。

(2) これを本件についてみると、A会計士は決算書を初めとする各種の資料等を踏まえて株価を算定したものであって、A会計士の算定は客観的資料に基づいていたといえることができる。

A会計士は、参加人の財務状況等から配当還元法を採用し、従前の配当例や直近の取引事例などから1株当たりの配当金額を150円とするなどして株価を算定したものであって、本件のような場合に配当還元法が適さないとは一概にはいい難く、また、A会計士の算定結果の報告から本件新株発行に係る取締役会決議までに4箇月程度が経過しているが、その間、参加人の株価を著しく変動させるような事情が生じていたことはうかがわれなから、同算定結果を用いたことが不合理であるとはいえない。これに加え、本件新株発行の当時、上告人Y1その他の役員等による買取価格、参加人による買取価格、上告人Y1が提案した購入価格、株主総会決議で変更された新株引受権の権利行使価額及び自己株式の処分価格がいずれも1株1,500円であったことを併せ考慮すると、本件においては一応合理的な算定方法によって発行価額が決定されていたといえることができる。

そして、参加人の業績は、平成12年5月以降は下向きとなり、しばらく低迷

した後に上向きに転じ、平成18年3月には再度良好となっていたものであって、平成16年3月の本件新株発行における発行価額と、平成12年5月及び平成18年3月当時の株式の価値とを単純に比較することは相当でなく、他に上記特別の事情に当たるような事実もうかがわれない。

したがって、本件新株発行における発行価額は『特ニ有利ナル発行価額』には当たらないというべきである。』

### 〔検討〕

結論には賛成するが、理由付けに若干疑問がある。

#### 1. はじめに

本件は、旧商法<sup>2)</sup>の下で行われた第三者に対する新株発行につき、その発行価額が同法280条ノ2第2項にいう「特ニ有利ナル発行価額」に当たるにも関わらず、同項後段の理由の開示がなされなかったとして、取締役の法令違反に基づく対会社責任が追及された株主代表訴訟である<sup>3)</sup>。

---

2) 旧商法は、新株発行の決定は取締役会によることを原則としていた(旧商法280条ノ2第1項)。ただし、定款で株式の譲渡制限を定めている会社が新株発行を行う場合には、株主は法律上当然に新株引受権を有するものとし(旧商法280条ノ2ノ5第1項本文)、それを排除するには株主総会の特別決議を要するとしていた(同280条ノ2第2項)。また、株主以外の者に特に有利な発行価額で新株を発行する場合には、旧株主(既存株主)の経済的利益を保護するため、株式の種類、数及び発行価額について株主総会の特別決議を要し、かつ、取締役は株主総会においてそれを必要とする理由を開示しなければならないとしていた(旧商法280条ノ2第2項)。会社法もこの規定を維持し、募集株式の払込金額が募集株式を引き受ける者に特に有利な金額である場合には、公開会社か否かを問わず、募集事項の決定は株主総会の特別決議によらなければならない(会社法199条2項、201条1項、309条2項5号)、かつ、取締役は当該株主総会において当該払込金額でその者を募集することを必要とする理由を説明しなければならないとする(同199条3項、201条1項)。

争点は複数あるが、本判決が問題としたのは、本件新株発行が有利発行に当たるか否か(有利発行該当性)である。第1審及び原審においては、本件新株発行の公正な発行価額を算定し、これと実際の発行価額を比較する手法により、本件新株発行は有利発行に当たると認定し、有利発行を行う理由の開示を怠ったYらの責任を肯定した。これに対して、本判決は、非上場会社の株価算定の手法が不明確である中で、裁判所が事後的に他の評価手法や異なる予測値等を用いて改めて株価算定を行うことは、取締役の予測可能性を害することとなり相当でないとした上で、客観的資料に基づく一応合理的な算定方法によって新株の発行価額が決定されていた場合には、その発行価額は特別の事情のない限り特に有利な発行価額には当たらず、有利発行を行う理由の開示も必要ないとして、Yらの責任を否定した。

本判決は、第1審及び原審が採用する公正な発行価額と実際の発行価額とを比較する手法ではなく、客観的資料に基づく一応合理的な算定方法を採用した取締役の判断を尊重し、その責任を否定するものである。従って、本判決の基準によれば、本件新株発行は有利発行には当たらないこととなるため、Yらの法令違反(有利発行の理由開示義務違反)の認識可能性や過失は問題とならな

- 
- 3) 第1審の評釈として、鳥山恭一「判批」〔第1審の評釈〕法セ57巻12号129頁、山田剛志「判批」判評649号(判時2172号)164頁、川島いづみ「判批」金判1418号2頁、小林俊明「判批」ジュリ1456号128頁、徳本穰「判批」リマークス47(2013〔下〕)90頁、山下徹哉「判批」ジュリ1453号(平成24年度重判)109頁、永井和之「判批」ビジネス法務13巻3号78頁等、原審の評釈として、弥永真生「判批」ジュリ1455号2頁、田中亘「判批」ジュリ1463号106頁、萬澤陽子「判批」法教402号(判例セレクト2013〔Ⅱ〕)17頁、李艶紅「判批」早法89巻4号193頁等、本判決の評釈として、一ノ澤直人「判批」新・判例解説Watch◆商法№75(LEX/DB文献番号z18817009-00-050751214)1頁、久保田安彦「判批」商事2071号15頁、鳥山恭一「判批」〔本判決の評釈〕法セ725号119頁、十市崇・熊本哲也「判批」会社法務A2Z98号20頁等がある。なお、本件において、Xは、本件自己株式処分についても同様の訴えを提起したが、第1審及び原審ともに、本件自己株式処分は著しく不公正な価額で行われたものではないとしてこれを棄却し、Xが上告しなかったため、Xの敗訴が確定している。以下では、本件新株発行に係る請求についてのみ取り上げる。



い<sup>4)</sup>。ただし、後述するように、本判決の基準の不備を指摘する立場からは、結論においてYらの責任を否定するのであれば、本件は、法令違反行為の認識可能性を問題として、Yらに過失はないと考えることにより、その責任を否定することも可能な事案であったとも解されている<sup>5)</sup>。そこで、以下では、本件新株発行の有利発行該当性を中心に、法令違反行為の認識可能性や過失についても考察を加えた上で、本判決の妥当性を検討する<sup>6)</sup>。

---

4) 一ノ澤・前掲注(3)3頁。

5) 鳥山・前掲注(3)〔本判決の評釈〕119頁、久保田・前掲注(3)16頁。なお、第1審及び原審に対する評釈においても、このような見解がみられた。山田・前掲注(3)168頁、田中・前掲注(3)109-110頁。

6) 本件は、本件新株発行が有利発行に当たるか否か判然としない事案であったと評されているが(久保田・前掲注(3)23頁)、仮に本件新株発行が有利発行に当たると認定された場合、有利発行による既存株主の持株価値の低下という損害をどのように解するかにより、取締役の責任が対会社責任(旧商法266条1項5号、会社法423条1項)により追及されるか、対第三者責任(旧商法266条ノ3第1項、会社法429条1項)により追及されるかも問題となる。この点、第1審及び原審は、「…Z社は、本件新株発行が著しく不公正な価額で行われたことによって…公正な価額と発行価額の差額…の損害を被ったというべきである。」と述べ、(会社が公正な発行価額と実際の発行価額との差額分の損害を被り、その結果株主は間接的に損害を被ると解する)間接損害説に立ち、株主代表訴訟による取締役の対会社責任の追及を認めている。その理由は必ずしも明確ではないが、本件新株発行は、店舗改修等の設備投資資金及び運転資金の獲得という資金調達目的以上に、役員や幹部従業員に株式を保有させ経営への参画意識を高めるインセンティブ付与目的に主眼があり、本件は、単に必要な資金調達ができればよく、その意味で会社に損害は生じないという直接損害説の主張がストレートに当てはまる事案ではなかったからであると解されている。山下・前掲注(3)110頁。本判決は、裁判所が事後的にあるべき公正な価額の算定を行うことは望ましくないとの立場を示すのみで、損害の認定は行われていない。第1審及び原審と同様、株主代表訴訟による取締役の対会社責任の追及を認めうることを前提としていると推測される。なお、有利発行と損害に関する学説及び裁判例の詳細は、田中亘「募集株式の有利発行と取締役の責任」新堂幸司・山下友信編『会社法と商事法務』(商事法務研究会、2008年)153頁以下、杉田貴洋「新株



## 2. 本件新株発行の有利発行該当性

### (1) 「特二有利ナル発行価額」とは

旧商法280条ノ2第2項にいう「特二有利ナル発行価額」とは、一般に、公正な価額と比較して特に低い価額のことをいい、公正な価額とは、例えば、会社の資金調達の一助と既存株主の利益保護の一助とを均衡させる観点から、「新株の発行により企図される資金調達の目的が達成される限度で既存株主にとり最も有利な価額」(東京高判昭46・1・28高民集24巻1号1頁)をいう<sup>7)</sup>。

#### ① 市場価格のある株式

上場会社等市場価格のある株式の公正な価額は、原則として市場価格を基準に定められるか<sup>8)</sup>、払込期日までに市場価格が下落する可能性もあることから、発行価額決定時の市場価格から若干割り引いた金額であったとしても公正な発行に当たると解されている<sup>9)</sup>。

---

の有利発行と会社の損害」法学政治学論究〔慶應義塾大学〕42号427頁以下、藤原俊雄「新株の有利発行と取締役の第三者に対する責任」判タ1163号81頁以下等を参照。

7) 弥永真生『リーガルマインド会社法〔第12版〕』(有斐閣、2015年)323頁。

8) 徳本穰「募集株式・募集新株予約権の有利発行・自己株式の有利処分」浜田道代・岩原紳作編『Jurist増刊 会社法の争点』(有斐閣、2009年)82頁。

9) 鈴木竹雄・竹内昭夫『会社法〔第3版〕』(有斐閣、2001年)397頁、401頁。なお、実務上も、時価を基準に発行価額を定める場合であっても、数パーセントのディスカウントを行うことが認められている。日本証券業協会「第三者割当増資の取扱いに関する指針(2010年4月1日)」<http://www.jsda.or.jp/katsudou/kisoku/files/c0301.pdf>(2015年10月12日アクセス)。判例(最判昭50・4・8民集29巻4号350頁(後掲注19)の【3】判決)は、公正な払込金額とは、「…発行価額決定前の当該会社の株式価格、右株価の騰落習性、売買出来高の実績、会社の資産状態、収益状態、配当状況、発行済み株式数、新たに発行される株式数、株式市況の動向、これらから予測される新株の消化可能性等の諸事情を総合し、旧株主の利益と会社が有利な資本

## ② 市場価格のない株式<sup>10)</sup>

非上場会社の株式価値は、市場価格を基準とすることができないため、剰余金配当請求権に着目するインカムアプローチ（収益方式）、残余財産分配請求権に着目するネットアセットアプローチ（純資産方式）、類似する他の上場会社の市場価格を参考にするマーケットアプローチ（比準方式）等<sup>11)</sup>、様々な方法により評価される。

非上場会社の株式評価については、古くは国税庁の相続税財産評価基本通達（昭和39年4月25日直資56直審（資）17）が定める評価基準に依拠する裁判例が多かったが<sup>12)</sup>、その合理性等につき学説から強い批判があったため、現在は、

---

調達を実現するという利益との調和の中に求められるべきものである。」としている。

- 10) 以下の記述は、田中亘編著『数字でわかる会社法』（有斐閣、2013年）15頁以下〔久保田安彦執筆〕を参照した。
- 11) インカムアプローチとは、評価対象会社の株主が将来いくらの剰余金配当を受けられるかを予測する「配当還元方式」、あるいは、会社が将来いくらの利益を上げるかを予測し、その予測額に基づいて株式の価値を求める方式である。後者はさらに、課税後純利益を基準とする「収益還元方式」と、企業が事業活動で生み出したキャッシュフロー（現金収入）を用いて必要な投資を行い、その後に残る分（余剰資金）を基準とする「フリー・キャッシュ・フロー方式（DCF方式）」に分かれる。ネットアセットアプローチとは、評価対象会社の純資産の額を算定した上で、それを発行済株式総数（自己株式を除く）で除すことで株式の価値を求める方式である。これは、さらに、純資産の額の算定にあたり、貸借対照表上の帳簿価額に基づく「簿価純資産方式」、時価に引き直して算定する「時価純資産方式」に分かれる。さらに、時価純資産方式は、会社を解散・清算して、その財産をただちに処分するものとした場合における価額に引き直す「清算価値法」と、会社の財産と同一のものを調達するものとした場合における価額に引き直す「再調達価値法」とに分かれる。マーケットアプローチには、評価対象会社の株式の過去の相対取引における価額に基づく「取引事例方式」や、過去の市場取引における価額に基づく「市場株価方式」の他、評価対象会社と業種、収益の状況、企業規模の面で類似する上場会社を選定し、その株式の市場価格を参考にする「類似会社比準方式」がある。田中・前掲注00)15-20頁参照。
- 12) 同通達では、大会社の株式は「類似業種比準価額」による方式、中会社の株式は「類似業種比準価額」と「純資産価額（相続税評価額によって計算した額）」との併用に

同通達に依拠することなく、会社の特徴に着目して、様々な方法を組み合わせる方法で株式評価が行われている。しかし、このような、複数の方式を併用することについては、信頼に値しない数値の寄せ集めといった批判も多く、学説では、DCF方式又は配当還元方式を基本とし<sup>13)</sup>、時価純資産方式の清算価値法を併用すべきとする見解が有力に主張されている。また、DCF法のみによったカネボウ株式買取価格決定申立事件（東京地決平20・3・14判タ1266号120頁及びその抗告審である東京高決平22・5・24金判1345号12頁）を参考に、近時はDCF法に比重が置かれる傾向があるとするものもある<sup>14)</sup>。

## (2) 本件の判断

### ① 第1審及び原審

第1審及び原審においては、DCF法による算定額を基礎として、新株予約権付社債の発行時の株式価値、上場時及びその後の株価を総合考慮して修正を施すという、裁判所独自の算定方法が採られている。新株の有利発行につき、公正な価額を明らかにした上で、実際の発行価額と比較するという手法それ自体は、従来の裁判例においても採用されていたところであり<sup>15)</sup>、第1審及び原審もその立場を踏襲したものと推測される。

---

よる方式、小会社の株式は「純資産価額（相続税評価額によって計算した額）」による方式で評価するとしながら、同族会社以外が譲渡制限株式を取得する場合は「配当還元方式」によるとされていた。田中・前掲注(10)21頁。なお、非上場会社の適正な株式評価額を述べた最高裁判例はない。

13) DCF法や配当還元方式が基本とされるのは、本来的に、株式の価値は、当該株式の保有者（株主）が会社からどれだけのキャッシュフローの分配を受けられるかによって決まると考えられるからである。田中・前掲注(10)23頁。従って、純資産法や配当還元法のうち過去の配当実績を基に将来の配当額を予測する実際配当還元法は妥当ではないとされる。久保田・前掲注(3)19頁。

14) 東京地方裁判所商事研究会編『類型別会社訴訟Ⅱ〔第3版〕』（判例タイムズ社、2011年）576頁。

15) 大阪高判平11・6・17判時1717号144及び東京地判平12・7・27判タ1056号246頁。一ノ澤・前掲注(3)2頁。

ただし、第1審及び原審の判断に対しては、裁判所が当事者提出の専門家意見書に依拠しつつもその一部を修正するという処理の是非が問題となった。この点、独自の鑑定を求めず当事者提出の手法を認めながらその具体的数値を入れ替えるという非訟事件との中間的な解決をしている点は、違法とまではいえないが異例であるとして、若干否定的に捉えるもの<sup>16)</sup>もみられた一方、中立公平な立場から裁判所が選任した鑑定人によって株価を算定すべきことを原則としつつ、高額な費用負担を嫌って当事者が鑑定を申し出ないのであれば、裁判所が当事者提出の鑑定意見を基に修正することもやむを得ない<sup>17)</sup>とか、修正が合理的な根拠に基づくものである限り、それ自体不当とはいえない<sup>18)</sup>等、概ね肯定する見解もみられた。

## ② 最高裁

本判決は、(a)非上場会社の株価の算定につき、明確な判断基準が確立されているというわけではなく、また、個々の評価手法においても、ある程度の幅のある判断要素が含まれていることからすれば、(b)裁判所が、事後的に、他の評価手法を用いたり、異なる予測値等を採用したりするなどして、有利発行に当たるか否かを判断することは、取締役らの予測可能性を害することとなり相当でないとした上で、(c)客観的資料に基づく一応合理的な算定方法によって新株の発行価額が決定されていた場合には、特別の事情のない限り、当該新株発行は有利発行には当たらないとして、取締役の責任を否定する。

非上場会社において、客観的資料に基づく一応合理的な算定方法により新株の発行価額が決定されていたことを考慮した裁判例として、【1】東京地判平9・9・17判時1640号160頁及び【2】東京高判平26・11・26LEX/DB25505139が

---

16) 山田・前掲注(3)166頁。

17) 小林・前掲注(3)130頁。

18) 田中・前掲注(3)108頁。なお、同109頁は、本件においては、第1審が依拠する専門家の意見が原審において当該専門家自身により訂正され、かつ、訂正後の見解を別の専門家が支持するという状況があったにも関わらず、原審はなお訂正前の意見に依拠しており、そのことの合理性は説明されていないとする。

ある<sup>19)</sup>。【1】判決は、株主総会の特別決議を経ずに新株の第三者割当を行った代表取締役に対して、旧商法280条ノ2第2項及び同266条ノ3第1項等の責任が追及された事案である。東京地裁は、「…取締役が専門家による株価計算の結果に基づいて判断した場合、右株価計算の方法及び結果が明らかに不合理であるなどの特段の事情がない限り、取締役は免責されると解すべきである。専門家の計算を求めることで既存株主の利益は一応担保される一方で、取締役に対し、一義的に明らかであるとはいえない難い株価の計算方法の当否の判断を要求することはできないと考えられるからである。」と述べ、代表取締役の責任を否定した。【2】判決は、本件と同じZ社が本件後に行った新株発行が有利発行にあたるとして、Z社の株主が取締役らに対して公正な発行価額と引受価額との差額の支払いを求めた株主代表訴訟である。東京高裁は、「…非上場会社の株式価値算定方法には、…様々なものがあって、…株式価値の算定が容易ではない。また、発行価額は払込期日より前に決定しなければならないため、取締役らは、特に有利な発行価額か否かについて、発行価額決定時点の事情を基礎として判断しなければならない。…非上場会社において行われた新株発行の公正な価額の算定は、当該新株発行価額の算定が専門家による株式価値算定書に基づいていた場合、新株発行当時の会社の資産や収益の状況等を踏まえた上で、その算定の方法及び結果に不合理な点があるか否かを検討し、不合理な点がないときは、当該株式算定書に記載された株式価値の金額が公正な価額であるというべきである。」と述べ、取締役らの責任を否定した。

---

19) 上場会社に関するものとして、【3】最判昭50・4・8民集29巻4号350頁及び【4】最判昭51・3・23金判503号14頁がある。【3】判決は旧商法280条ノ11に基づく取締役の差額支払義務が争われた事案、【4】判決は取締役の対会社責任が争われた事案である。いずれの判決も、買取引受の方式によって新株を引受けた証券会社が発行会社に具申した意見の内容が、「…客観的な資料に基づいて…考慮要素が斟酌されているとみることができ、そこにおいてとられている算定方法は…公正発行価額の趣旨に照らし一応合理的である…」とする（【4】判決も同旨）。ただし、いずれも上場会社の新株発行に関するものであり、新株の消化可能性等、判断基準の根拠において本判決とは異なることとされる。一ノ澤・前掲注(3)3頁。

【1】判決及び【2】判決は、非上場会社における株価計算が困難であるが故に、専門家による株価計算に不合理な点がなければ、その結果を信頼した取締役の判断は尊重されることを示すものであり、本判決もこれと同様の考慮がなされたものと推測される<sup>20)</sup>。また、一般に、新株発行は、譲渡制限株式の売買価格等将来に向けた買取価格を決定するものとは異なり<sup>21)</sup>、【2】判決のいうように、その発行価額は「払込期日より前」に決定されなければならないという特性も有するところ、本件新株発行後のZ社の業績及び株価等をも考慮して公正な発行価額の算定を行った第1審及び原審に対しては、後知恵によって取締役に責任を課す結果となったのではないか<sup>22)</sup>との疑問も呈されていた。従って、前記(b)の基準のうち「取締役らの予測可能性を害する」とは、取締役らが新株の発行価額を決定した時点における事情のみに基づいて有利発行該当性を判断しなければならないことを意味すると解される<sup>23)</sup>。さらに、前記(c)の基準のうち「客観的資料」とは、新株発行決定時点における会社の資産や収益の状況を客観的に証明することが可能な資料を指し<sup>24)</sup>、従って、それらを基礎に専門家による株価算定が行われた場合には、その結果は「一応合理的」とであると認められる<sup>25)</sup>。また、そのように解すれば、「特別の事情」とは、専門家

---

20) 一ノ澤・前掲注(3)3頁。

21) 新株発行以外で取引相場のない株式の評価が問題となるのは、譲渡制限株式の売買価格の決定のほか、反対株主の株式買取請求権が行使された場合の買取価格の決定(会社法117条2項、172条、470条2項、786条2項、798条2項、807条2項)、及び、市場価格のない株式につき単元株制度を採用した場合における単元未満株式の買取・売渡価格の決定(会社法193条2項、194条4項)においてであるが、これらはいずれも、将来に向けた買取価格等を決定するものであり、発行前に価額決定が求められる新株発行とは性質を異にする。

22) 田中・前掲注(3)110頁。

23) 一ノ澤・前掲注(3)3頁。

24) この点は原審においても指摘されていた。

25) 具体的な株価算定の方法としては、株式の保有者(株主)が会社からどれだけのキャッシュフローの分配を受けられるかに着目したDCF法、配当還元法又は収益還元法を用いるか、類似する上場会社の株式の市場価格を参考にした類似会社比準法

による株価判断の合理性を覆すような事情、例えば算定後の株価を著しく変動させるような事情を指すと解される<sup>26)</sup>。

非上場会社の株式価値の判断は高度に専門的な知識が求められるところ、【1】判決及び【2】判決のいうように、何をもって公正な発行価額とするかに関する判断の負担を取締役に負わせることが酷な場合もあり得る<sup>27)</sup>。また、計算方法が複雑であればこそ<sup>28)</sup>、後知恵的な解決は慎まれるべきである。そうであれば、非上場会社の新株発行の価額判断について取締役の裁量を一定程度認めようとした本判決の判断は、【1】判決及び【2】判決と同様の価値判断に基づいたものと推測され、その限りにおいて一定の妥当性を有するものと解される<sup>29)</sup>。

ただし、一応このように解しようとしても、本判決の基準に対しては、基準自体の曖昧さ<sup>30)</sup>や、前記(b)の基準に関する次のような問題点も指摘されている。

---

が妥当であるとされ、これらが本判決にいう「一応合理的な算定方法」に該当するとされる。久保田・前掲注(3)19頁。なお、前掲注(3)も参照。

26) 一ノ澤・前掲注(3)4頁。

27) 本件は、取締役が積極的に支配権の確立を意図した事案でもなかったため、第1審の結論は取締役にとって納得のいかないものであったかもしれないと評するものもある。小林・前掲注(3)131頁。

28) Yらは、上告受理申立理由書において、DCF法が採用された過去の裁判例においてもその比重が極めて低いこと、及び、DCF法の比重が大きくなったのも2004年の札幌地裁決定(判決年月日、掲載誌不明)からであること、並びに、東京地方裁判所商事研究会・前掲注(4)においても、DCF法は2009年の第2版まで記述がなく、2011年の第3版においてはじめて記述されたこと等を理由に、第1審及び原審が依拠するDCF法は、本件新株発行当時、株価算定手法として一般的ではなかったと主張していた。

29) このような理由からか、本判決は、同種の案件の審理に当たる下級審裁判所の負担を少なからず軽減する効果を導くと評されている。資料版商事372号145頁〔本判決に対するコメント〕。

30) 基準自体の曖昧さを指摘する立場からは、「取締役が専門家による株価計算の結果に基づいて判断した場合、…特段の事情がない限り、取締役は免責される…。」と述べた【1】判決を根拠として、本件においては、客観的資料に基づく一応合理的な



すなわち、既存株主の利益保護という有利発行規制の趣旨に鑑み、有利発行該当性は有利発行規制を適用しなくても既存株主の利益を害する虞が少ないといえるか否かにより判断されるべきであることからすれば、前記(b)の基準のうち「取締役らの予測可能性を害する」という事情は、有利発行該当性を判断する要素とはなり得ないとの指摘である<sup>31)</sup>。言い換えれば、仮に取締役会が新株発行の当時、「客観的資料に基づく一応合理的な算定方法」に基づいて新株の発行価額を決定していた場合に、有利発行規制を適用しなくても既存株主の利益を害する虞が少ないといえる事情があるならば、当該新株発行は有利発行には当たらないと解されるため、「取締役らの予測可能性を害する」との事情を考慮する必要はないとの指摘である<sup>32)</sup>。このような指摘から直ちに本判決の結論の妥当性は否定されないと解するが、他方、これは、(本判決のように)結論においてYらの責任を否定するためには、法令違反行為の認識可能性を問題として、Yらに過失はないと考えることも可能であったことを示唆するものでもある。そこで、次に、仮に本件新株発行が有利発行に当たると認定された場合における、Yらの法令違反と過失について検討する。

### 3. 法令違反と過失

#### (1) 有利発行の理由開示義務違反

旧商法280条ノ2第2項の理由開示義務は、株主が有利発行議案に対する議決権行使について合理的な判断をなす資料を提供することを目的とするものであり、取締役・監査役の説明義務(旧商法237条ノ3、会社法314条)と同趣旨

---

算定方法によって新株の発行価額が決定されていたとの事実から、通謀引受人の責任(旧商法266条1項5号、会社法212条1項1号)の判断において、通謀の事実を否定する解決も可能であったと評されている。鳥山・前掲注(3)[本判決の評釈]119頁、同・前掲注(3)[第1審の評釈]129頁。

31) 久保田・前掲注(3)19頁。

32) 久保田・前掲注(3)19頁。

である<sup>33)</sup>。ただし、取締役等の説明義務は、株主総会において株主から会議の目的事項について説明を求められた場合にはじめて生じる受動的義務であるのに対して<sup>34)</sup>、有利発行の理由開示義務は、有利発行という事柄の重要性に鑑み、積極的義務であると解されている<sup>35)</sup>。

## (2) 過失

仮にYらに有利発行の理由開示義務違反という法令違反があった場合において<sup>36)</sup>、それでもなお(本判決の結論である)Yらの責任を否定するためには、理由開示を怠ったとしても有利発行に関する株主総会が成立していたといえるか否か、及び、Yらに法令違反の認識を欠くことにつきやむを得ない事情があったか否かが問題となり、これらの点におけるYらの過失を否定する必要がある<sup>37)</sup>。

---

33) 上柳克郎・鴻常夫・竹内昭夫編代『新版 注釈会社法(7)』(有斐閣、1987年)81頁〔森本滋執筆〕。

34) 東京高判昭61・2・19判時1207号120頁。

35) 上柳ほか・前掲注3382頁。なお、義務の内容については、新株発行議案の賛否の判断に必要かつ具体的な情報が開示されていれば、その理由が合理的であるかを問わず、同義務は尽くされたと解されている。同82頁。従って、例えば、本件のような場合において、取締役が発行価額につき客観的合理性のある説明をした上で、株主総会がこれを承認したとするならば、たとえ公正価額を数割ディスカウントしようとして、取締役の善管注意義務は尽くされたこととなる。小林・前掲注(3)131頁。

36) 平成17年の会社法制定により、旧商法266条1項5号の「法令又ハ定款ニ違反スル行為ヲ為シタルトキ」との文言が会社法423条1項の「任務を怠ったとき」に改められたが、会社法の下でも、法令違反行為に関する解釈は変更されない。伊藤靖史・伊藤雄司・大杉謙一・齊藤真紀・田中亘・松井秀征『事例で考える会社法』(有斐閣、2011年)163頁〔伊藤靖史執筆〕。東京地方裁判所商事研究会編『類型別会社訴訟I〔第3版〕』(判例タイムズ社、2011年)206頁。すなわち、旧商法266条1項5号にいう「法令違反」の行為が善管注意義務違反に当たるか否かを改めて判断する必要はなく、法令違反行為がすなわち任務懈怠と解すればよい。伊藤ほか・同163頁。

37) その他、法令違反の認識を有していたにも関わらず、敢えて法令違反行為を行っ

### ① 株主総会の成立可能性

裁判例においては、【3】大阪地判平15・3・5判時1833号146頁が、株主総会の特別決議に必要な議決権を有する株主が新株発行の内容を知った上で賛成している場合には、有利発行により既存株主の経済的利益が害される虞に配慮して法が特別決議を要求する趣旨は一応達成されたとみて、実質的には株主総会の特別決議を経たといえるとして手続の違法性を否定するほか、前記【1】判決及び大阪地判平2・2・28判時1365号130頁が新株発行に係る株主総会の特別決議を経ていたことを理由に取締役の過失を否定する。

原審においても、Yらは、理由の開示は手続的要件に過ぎず、仮に有利発行である旨を開示していたとしても本件新株発行に関する株主総会は成立していたと主張したが、東京高裁は、Yらは、「…仮に新株発行を必要とする理由が開示され、Xが株主総会に出席して新株発行に反対した場合、…特別決議がされずに新株発行が中止されたり、…発行価額が変更されることは十分に考えられる…」と述べ、これを斥けている<sup>38)</sup>。しかし、これに対しては、本件新株

---

た場合において、なお取締役の過失が否定される場合があるか否かも問題となる。この場合、取締役には違法行為を行う裁量はないことを根拠に、法令違反行為には経営判断原則の適用はない(すなわち取締役の過失を問題としない)と解されている。落合誠一「株式会社のガバナンス(7)」法教319号57頁、龍田節「判批」〔最判平成12・7・7民集54巻6号1767頁の評釈〕商事1454号31頁。しかし、このような解釈は、経営上の決定が、必ず(又はほぼ確実に)法令違反行為に当たると認識しながら、(例えば発覚可能性が薄く、制裁も軽微であるといった理由で)敢えて法令違反行為を行った場合にのみ当てはまるとされる。従って、例えば、法令違反に当たる可能性は認識しつつも、顧問弁護士等専門家の助言を受けた結果、会社の費用便益の観点から、法令違反行為を行うことが会社の利益になると考えた場合等においては、取締役のこのような判断は、一定程度尊重されてよいとされる。この場合、法令違反行為を行った取締役については、そのような判断に至る前に通常行われるべき情報収集・調査・検討をしていたか、及び、法令違反行為を選択したことに著しい不合理がなかったか等、経営判断原則と同様の考慮の下、過失が否定される場合があり得るとされる。伊藤ほか・前掲注③⑥167頁。

38) 第1審においては、このような手続的瑕疵の軽微性は問題とされていない。

発行を必要とする理由とは、せいぜい「役員や幹部従業員に株式保有させることで経営参画意識を高めるために必要」といった程度のものであった可能性が高く、それにより株主総会の決議の帰趨が変わったかどうかは疑わしいとの疑問も呈されている<sup>39)</sup>。有利発行が必要な理由とは、一般に、「従業員に勤務上の刺激を与えるため」、「企業提携を行うため」等と解されている<sup>40)</sup>ことからすれば、本件においても株主総会の特別決議が成立していた可能性が高く、それ故にYらの過失を否定しようと解する<sup>41)</sup>。

## ② 法令違反の認識可能性

Yらは、上告受理申立理由書において、実際の発行価額である1株1,500円を適正と考えていたため、有利発行である旨の開示をしなかったと主張する。裁判所認定の事実によれば、A会計士は、株価算定に先立ち、Z社から決算書や過去の株式売買実績等の提出を受けた上で、配当還元方式により、Z社の株式価値を1株1,500円と評価した。そして、その際、A会計士は、非上場会社の株式評価につき、他の手法よりも客観的に優れる時価純資産方式によるべきとしつつも、これによるとZ社の時価純資産額がマイナスとなることから、別にZ社の株式売買実績等を考慮し、その結果、配当還元方式によることが適切であると判断した。さらに、この1株1,500円という価額は、本件自己株式処分  
の価額算定と同年度内にかつ4ヶ月程度しか経っておらず、また、Z社の直近の取引事例とも整合するとされていた。これらの事情からすると、Yらが

---

39) 田中・前掲注(3)109頁。

40) 江頭憲治郎『株式会社法〔第6版〕』(有斐閣、2015年)734頁注(7)。

41) なお、原審の「…本件新株発行の割当先として発行価額につき特別な利害関係を有していたから、発行価額の決定には慎重な検討が行われるべきであった…」との判示から、YらとZ社との利益相反性の故に、Yらの過失が認められやすい事情があったとの指摘もある。久保田・前掲注(3)23頁。また、第1審の評釈においても、利益相反性を重視し、本件新株発行については、Yらを特別利害関係人として取締役会から排除せずに決議がなされた点において、明白な法令違反があったとするものもある。小林・前掲注(3)131頁。

A会計士の意見を信頼し、1株1,500円の発行価額を公正な発行価額であると考えたこと(すなわち法令違反の認識可能性を欠くこと)につき、過失はなかったと解する<sup>42)</sup>。

#### 4. 本判決の意義

前述のように、本判決に対しては、基準自体の曖昧さや、Yらの過失を否定することで同様の結論を導くことも可能であったことが指摘されている。これらの点も考慮すると、本判決は、非上場会社の株価算定のあり方が不明確であるという状況下で、専門家による株価算定の結果に不合理な点がない場合には、これを信頼した取締役(会)の判断が一定程度尊重されるとの立場を、最高裁として明らかにした点においてのみ、その意義を認めうる。

なお、本判決に対しては、A会計士の評価方法の合理性だけでなく、Yらの新株発行の価額決定の過程・内容に関する合理性をも認めたと解し、経営判断に対する尊重が働いたと評するものもある<sup>43)</sup>。この点、同じく非上場会社の株価判断の意思決定過程が問題となったアパマンショップ株主代表訴訟事件(最判平22・7・15判時2091号90頁)が参考になるが<sup>44)</sup>、同事件においては、任意合意に基づく株式の買取りの実施を決定する際、経営会議において、弁護士助言も求めながら慎重な検討がなされ、さらに、監査法人2社に対して株式評価の算定依頼も行われていた。同種の事案において、株価判断の過程や内容につきどの程度まで取締役の裁量が認められるかについては、経営判断の原則と相俟って難しい解釈を伴うが、少なくとも弁護士や会計士等の専門家の意見に依拠した判断を裁判所が一定程度尊重しうる点においては、本判決も同事件と

---

42) この点、YらがA会計士の株価算定の手法及び結果を信頼したことにつき疑問を呈し、差戻審で更なる事実認定を行う途もあったとするものもある。一ノ澤・前掲注(3)4頁。

43) 一ノ澤・前掲注(3)3頁。

44) 本判決と同事件との関係については、金判1464号27頁〔本判決に対するコメント〕も参照。

同様の考慮が働いたと解される。

**【付記】** 本稿は、平成27年6月13日に開催された明治大学商法研究会における報告原稿に加筆・修正を加えたものである。同研究会においてご教示いただいた先生方に、この場を借りて厚く御礼申し上げます。