

# 募集株式の有利発行・有利処分と関係者の責任

——直接損害説の再検証——

杉 田 貴 洋

- 一 はじめに
- 二 問題意識の提示
- 三 新旧株主間の富の移転の認識と会社に損害が発生するとの認識との相違
  - 1 有利発行一般の利益状況と二つの認識
  - 2 既存株主の一部のみに損失が発生する場合（一部株主侵害類型）
  - 3 小括
- 四 直接損害説の意義——株式価値稀釈化の意味と株式の特殊性
  - 1 株式価値稀釈化をもたらす諸制度との整合性
  - 2 株式の特殊性
- 五 裁判例の分析と仮説の提示
  - 1 株主への直接賠償と会社への賠償…東京地判平成四年九月一日
  - 2 一部株主侵害類型…アトネイチャイ事件（第一審・第二審）
  - 3 これまでの裁判例
- 六 諸学説の検討・法改正の影響
  - 1 「あるべき状態」論とその反対解釈
  - 2 集団的解決の合理性
  - 3 二重の利得論と損害額不一致論
  - 4 法改正と直接損害説
- 七 若干の提言

一 はじめに

商法二八〇条の第二項「特ニ有利ナル発行価額」(昭和五三年当時)の意義について、宮島司教授は、特別に有利な価額のみを意味するとの解釈に反対して、第三者に有利発行することがここでいう「特ニ」に当たるとき<sup>(1)</sup>。この間、上場会社の実務において、公募発行の割引率をより厳格に考えられるようになったのは、算式表示方式導入(昭和五八年)以来の発行開示規制の改善とスケジュールの短縮<sup>(2)</sup>による。割引が許容されるのは、会社法の観点からは、引受人の、効力発生日までの価格変動リスク解消のためであるから、回避手段を執り得る第三者割当てにあって、公募の場合よりも緩やかに解すべき理由はない。第三者割当てでは、買うこと自体は株数も含めて引受契約日(会社法二〇五条一項)以前に決まっているから回避にならないと反論されるかもしれないが、有利発行・有利処分(以下両者を併せて「有利発行」、ただし本稿五を除く)の総会決議を得れば、引受人にとって「安く」しかも固定できる。課税の問題はあるが、安く固定できることは「時間をかける」価値があるろう。後述のように、有利発行は既存株主からの富の移転を伴うから、解釈次第で引受人はほとんどリスクなく利得する結果となる。富の移転が有利発行の問題を読み解く鍵となる。

二 問題意識の提示

募集株式の発行等について違法な有利発行があった場合に、この有利発行により会社に損害が生ずると考え得るかについて議論がある。筆者は、これまで、いわゆる直接損害説の立場から論ずる機会を得たが、この間に、会社法の制定を見、学説、判例にも新たな展開があったので、再度この問題を取りあげたい。<sup>(3)</sup>

違法な有利発行があると、一般に既存株主に損害が生ずることになるが、この既存株主の損害を、直接損害と見るか（直接損害説）、会社に損害が生じた結果二次的に損害を受けたと見るか（間接損害説）で対立があった<sup>(4)</sup>。筆者は、直接損害説の立場から、会社に損害は生じないと理解してきた。これをめぐって、近時、損害の性質はいずれとも判じ得ず、この場合の取締役のあるべき行為規範も一義的に決まらないから、いずれの構成に基づく主張も排除されるべきでないとする見解が現れた<sup>(5)</sup>。いわば、従来の両説の対立を止揚し架橋を試みるものと捉えることができる。しかしなお、筆者としては、これに応ずることはできないと考えている<sup>(6)</sup>。この見解も、会社の損害発生を認めることには変わりはなく、それでは、有利発行により損なわれた利益状況と合致せず、解決策と紛争の実体とに齟齬があると考えるからである。特に、金額において両者で乖離のあることが大きな問題点として挙げられる。しかし、学説の多くはこの点を等閑視しているように見受けられる。あるいは、一つの現象をいずれの側面から眺めるかの違いにすぎないと理解されているのかもしれないが、そうだとすれば、そのような理解は適切でない。会社の「損害」と既存株主の損失総額（既存株主から新規株主への富の移転の総額）とは「常に」一致しない。必ず前者が後者よりも大きな金額になる。そして、この乖離は、不利益を受ける者が既存株主の一部にすぎないケースでは、さらに顕著になる。

そこで、こうした近時の展開も踏まえ、改めて会社の損害を認める見解の問題点を指摘して、株式価値稀積化の意味と株式の特殊性の観点から、直接損害説の妥当性を検証したい。

### 三 新旧株主間の富の移転の認識と会社に損害が発生するとの認識との相違

#### 1 有利発行一般の利益状況と二つの認識

有利発行によって生ずる既存株主の損失の原因について、稀釈化に伴う新旧株主間の富の移転によるという認識と、会社に損害が生じた結果二次的に発生するものという認識とが異なることを、はじめに数値例によって示したい<sup>(8)</sup>(本稿末尾の図も参照)。

発行済株式総数(事前の株式数) 一〇〇株、株価一〇万円(時価総額一〇〇〇万円)の会社が、一〇〇株の募集株式(募集株式数)を、払込金額五万円で発行する場合(発行総額五〇〇万円)を考える。事後の株式価値は、七・五万円(=二〇〇万円+五〇〇万円)÷二二〇株)になる。

このとき、既存株主は、株価下落により、全体で、二五〇万円(=一〇万円×七・五万円)×一〇〇株)の損失を受ける。一方、新規株主も、同額(=七・五万円×一〇〇株)の利得を得る(図1)。

これに対して、会社に損害が生ずるとの主張では、(公正払込金額+有利払込金額)×募集株式数の損害を会社が受けるとするので、これに基づいて計算すると五〇〇万円の損害になる(図2)。

まとめると、既存株主の損失=二五〇万円、新規株主の利得=二五〇万円、会社の損害=五〇〇万円となる。

このように、会社に生ずるとされる損害の額は、既存株主の損失総額にも、新規株主の利得総額にも一致せず、会社の損害額がこれら各金額を常に上回る結果となる。このことは、有利発行の紛争を数字で捉える際、両者の認識に乖離があることを示している。つまり、両認識は、同一でもなければ、表裏の関係にあるものでもない。

既存株主の損失総額と新規株主の利得総額とが一致していることは、両者の間で富の移転が生じたことを示しており、直接損害説は、株式価値稀釈化による富の移転が起きた結果、既存株主に損失(二五〇万円)が生じた

と説明するものである。一方、間接損害説は、会社に損害（五〇〇万円）が生じた結果、株式価値が下がり、既存株主に損失が生じたと説明すべきことになる。

会社の損害とされる額は、常に既存株主の損失総額より大きいので、この金額を会社への損害賠償として支払わせる解決は、紛争の実体を富の移転と捉える直接損害説からすると、常に過大な金額の支払を、被告となる取締役が強いる結果となる。つまり、会社に損害が生ずるとの構成に基づく解決は、直接損害説に基づいて認識される紛争の実体よりも、常に大きなものとなる。このことは、会社法二二条一項一号のいわゆる通謀引受人の責任制度の構造にも同様に当てはまる。

講談では、越前守が自分の懐から一両出すことで事件を収めることになっているが、有利発行で会社の損害と構成するのは、これと同じように、「ちよつと多め」に払わせることで辻褄を合わせる結果となっているのである。紛争当事者ではない越前守が一両提供する講談の場合と異なり、ここでは、有利発行の原因を作ったのが被告となる取締役や引受人であるから、彼らに多めに払わせるについては目をつぶるということであろうか。筆者が、直接損害説の立場から、会社の損害構成を批判し、二二条一項一号を立法論的に疑問視するのは、なにも、原因を作出した者に利得額を吐き出させることが正義であるとか、既存株主の確実な救済を図るべきであるとか主張したいのではなく、紛争の実体と解決策とが合致していないことによる不合理を問題にしているのである。

## 2 既存株主の一部のみに損失が発生する場合（一部株主侵害類型）

以上は有利発行一般に当てはまることであつたが、さらに、新規株主となる引受人が既存株主の一部でもある場合、つまり、有利発行の不利益が既存株主の一部に止まる場合には、この金額の乖離が劇的に大きなものとなることにも注意を要する。現実の裁判例にもしばしば見られる類型である。

既存株主のうち三分の二に相当する株主は多数派を構成する者で、募集株式を引き受けたか、あるいは、有利発行に反対する立場になかった者であるとすると、有利発行により不利益を受けるのは、残り三分の一の既存株主になる。先の例に基づけば、八三・三万円余(＝二五〇万円÷三)が損失総額になるが、それでも、会社の損害額は、五〇〇万円とせざるを得ない。多数派を構成する三分の二の株主にとって、自らも稀釈化の影響を受け、持株の価値が低下することになるが、新たに引き受けた株式で利得し自ら回復するか、引き受けない者は有利発行に反対する立場にないことから進んで不利益を受ける者であって、これらの者を有利発行の紛争において損害を受けたとすることはできない。紛争の実体は、三分の一の既存株主から新規株主への八三・三万円余の富の移転である(図3)。このように、既存株主の一部だけが有利発行の不利益を受けるケースでは、紛争の実体と、会社の損害構成による解決との乖離がいつそう大きなものとなって現れる。この問題も、会社法二二二条一項一号の「差額」にそのまま当てはまる。

### 3 小括

以上をまとめると、既存株主の損失総額と会社の損害とされる額とは常に一致せず、会社の損害額が既存株主の損失総額を上回ることになる。さらに、既存株主のうちに立場の相違があるようなケースでは、少数派の株主の損失総額と会社の損害額との乖離はいつそう大きなものとなる。いずれの場合にせよ、会社の損害構成では有利発行の実体に即した解決を不可能にすることが問題となる。繰り返しになるが、後から説明した一部の既存株主だけが損失を被るケースのみならず、有利発行一般において、既存株主の損失総額と会社の損害とされる額とが一致しないことに注意されたい。このことは、二つの認識が、同一でもなければ、表裏の関係にあるものでもないことを示している。

(公正払込金額－有利払込金額) × 募集株式数 という計算式は、一見したところ、いかにも有利発行の解決に  
 とって意味のある数字をはじき出しそうに見えるが、実は、結果として得られる数字は有利発行にとって何らの  
 意味も持たないものである。たまたま、その金額を会社に払うと、計算上、既存株主の流出額が回復する数字で  
 はあるが、これに意味を与えることは、有利発行という紛争の実体になぞらぬ結果となる。意味があるように見  
 えるのは錯覚にすぎない。既存株主と引受人との間に起きていることを、株式価値稀積化に伴う富の移転と説明  
 する以上、この説明において会社の損害発生を認識する余地はない(図1において、右肩部分が欠けたかたちにな  
 っているのはそのことを示している)。会社の損害構成は、紛争の実体に応じた解決を提示していないのである。<sup>(9)(10)(11)</sup>

#### 四 直接損害説の意義——株式価値稀積化の意味と株式の特殊性

##### 1 株式価値稀積化をもたらす諸制度との整合性

直接損害説は、有利発行の利益状況を図1(本稿末尾)のように理解し記述する立場であり、稀積化作用によ  
 り既存株主の株式価値の一部が新規株主の株式に移転してしまうことを問題とする。これに対して、会社の損害  
 を認める立場は、既存株主の損失は、会社の損害発生により二次的に生ずるものとして捉える立場のほすである。

ところが、結論として会社の損害を認める立場に立ちながら、有利発行の利益状況について、稀積化作用によ  
 る株主間の富の移転だと説明する論者がある。しかし、もともと稀積化による富の移転という説明は直接損害説  
 そのものであって、会社の損害を認める立場に立ちながらこの説明を採用するのは、他説をもって自説を説明す  
 ることにほかならない。そもそもこの争いは、既存株主の損害発生については一致しているところ、それが何に  
 起因するかの争いである。株式価値の稀積化は、会社に損害が発生したこと(または逸失利益のあったこと)の結

果として生ずるものではない(図1参照)。稀釈化と会社の損害が同時に発生するのだとするのかもしれないが、そうだとすれば、稀釈化も会社の損害も有利発行に起因することになり、既存株主の損害は会社に損害が発生した結果という関係にはなく(右で既存株主の損害は稀釈化の結果としているのだから)、むしろ既存株主に損害が生じたことを会社の損害といっていることになる。あるいは、新規株主の下で生じた「会社の損害」が、富の移転の反射的効果として、既存株主に移転すると説明すれば一応辻褄は合うのかもしれない。ただし、移転しなかった損害部分については、新規株主も損害を受けていると説明すべきことになる。

株式分割や、株主割当ての方法による募集株式の発行等で、会社に損害が生じた結果株式価値が低下したと説明すればおかしいものと同じように、ここでもこの説明は適切でないことにならない(株式分割や株主割当ての株式価値への影響を図にしようとするれば、図1と同様右肩部分の欠けたかたちになることを確認されたい)。つまり、払込金額規整は専ら株主間の衡平性維持(富の移転防止)の趣旨から出たものであって、会社自身の利益を保護するといった趣旨でないから、有利発行の場合も、有利払込金額によって会社自体に損害が生ずるものではないことになる。有利発行の結果として生ずる事態は、専ら株主間の利益対立であるにすぎない。こうした理解は、手続きを欠く有利発行が、株主の不利を要件とする差止請求権に服することとも整合的である(会社法二一〇条一号、二六〇条等参照)。

株主割当て以外の方法による募集株式発行等で払込金額の公正性が要求されること、ならびに、株式分割や株式無償割当てが許容されること、および、株主割当ての募集株式発行等で払込金額の水準の如何が問題とならないことは、統一的に理解されるべきであって、払込金額の公正性確保の趣旨だけを切り離して理解すべきではない(ただし、種類株式発行会社が必要とされる配慮は別論)。すなわち、前者(払込金額公正性確保の趣旨)では、既存株主と引受人とが別人であるところから富の移転防止が要求され、それゆえ払込金額の公正性が問われるもの

であり、後者では、稀釈化の影響が同一人に帰するところから富の移転が問題にならないものである。株主総会特別決議を経ることで有利発行が可能になること（払込金額が不正でなくなることも、反対した少数株主は救われないことにはなるが、不利益を受ける既存株主の特別多数の承諾により実施できることとするものである。<sup>(12)(13)</sup>

## 2 株式の特殊性

株主割当て以外の場合に公正な払込金額が求められるのは、このように、稀釈化による富の移転を防止するためである。先の数値例に基づいてこのことを数字で表すと、有利払込金額五万円で発行すると、既存株主全体で二五〇万円の富の移転を来してしまうので、これを防止するため、公正な金額一〇万円が要求されたのである。見かけ上の会社の損害五〇〇万円に比べて、実体としての損失額が小さくなるのは、有利発行により不利益を受けるのは既存株主だけだからである。一方、発行後は、旧株主も新株主も関係なく会社への支払の影響を分け合うことになる。

これを、たとえば他社株式を売却する場合と比べてみると、一〇〇〇万円で売れる機会があった他社株式を、取締役がえてその機会を見送って五〇〇万円で売ったとすれば、差額の五〇〇万円は逸失利益として会社の損害になる。この場合、上昇するはずであった株式価値を享受できないという意味で、株主全体の損害総額も五〇〇万円になる（間接損害）。会社の損害五〇〇万円を埋めれば、株主も回復する。他社株売却では、その前後で株式（株主）に変動がなく、したがって安心して逸失利益は五〇〇万円だといえるのである。

ところが、自社株式では同じ理屈が通用しない。有利払込金額五万円に対する公正払込金額一〇万円とは、既存株主の二五〇万円の稀釈化損失を防止する金額である。数字を換えて、有利払込金額一万円に対する公正払込金額一〇万円とは、既存株主の四五〇万円の稀釈化損失を防止する金額である。しかし、会社の逸失利益と構成

すると、それぞれ、五〇〇万円、九〇〇万円となる。つまり、防止しようとしたものに比べ、見かけ上の損害額が大きくなってしまふ。公正払込金額は、もともと、稀釈化による損失から既存株主を保護するものであるから、有利発行後の状態に応じて紛争を解決しようとするれば、既存株主の損失だけを埋めればよいことになる。これを会社の逸失利益として損害と捉えらる<sup>(14)</sup>とすれば、紛争の実体に比べて過大になる。既述のように、既存株主の一部のみが損害を受けるケースではいっそう大きな乖離となる。かといって、いうまでもないが、既存株主の流出額だけを会社に払っても、既存株主にとって十分な回復にならない。繰り返しになるが、会社の損害構成は、紛争の実体に応じた解決を提示していないのである。

これは株式の特殊な性質から来るというほかないが、有利発行の利益状況は、会社を介した集团的処理を不合理なものにする、いわば「株式の失敗」とでも呼ぶべき状況なのである。

会社の損害を肯定する論者が、有利発行の利益状況を富の移転だと説明するのは、結局のところ、紛争の実体についての認識は共有しているのである。そうであれば、解決の方途も一つに帰することにならう。

## 五 裁判例の分析と仮説の提示

筆者はかねて、会社の損害という構成に基づく解決と、紛争の実体との不合致が、裁判実務における有利発行性の認定に影響を与えているのではないかと危惧してきた<sup>(15)</sup>。二つの裁判例をもとにこの仮説について説明し、次に、仮説を通して従来の裁判例を俯瞰してみたい。損害額の違いに着目していただきたい。

### 1 株主への直接賠償と会社への賠償…東京地判平成四年九月一日<sup>(16)</sup>

有利発行であることを認め、被告である取締役と全新株を引き受けた引受人とに、当時の商法二六六条の三第一項（会社法四二九条一項）および民法七〇九条に基づいて、既存株主への損害賠償を認めた事例である。

本件新株発行前、発行済株式総数一八万株、資本金九〇〇万円の会社が、新株三〇万株を、発行価額五〇円（発行総額一五〇〇万円）で、同社の労働組合を引受人として発行したものである。一方、原告は、一万九三〇〇株の既存株主であった。

裁判所は、有利発行であることを認め、公正払込金額を二四九二円と認定し、既存株主は事前の株式価値二四九二円から発行後九三八円に低下する損害を受けたとして、総額二九九九万二二〇〇円の賠償請求を認めた。

ところで、ここからは仮定の話になるが、この事案で、原告が、取締役の会社に対する責任または引受人の会社法二一二条一項一号（当時の商法二八〇条の一）の責任を求めていたとしたら、裁判所はやはり有利発行と認め、その請求を容れたであろうか。計算してみると、会社の損害額ないし二一二条一項一号の「差額」は、七億三二六〇万円（ $\parallel$ （二四九二円 $\times$ 五〇円） $\times$ 三〇万株）となる。<sup>17</sup>既存株主全体の流出総額は二億七九七二万円（ $\parallel$ （二四九二円 $\times$ 九三八円） $\times$ 一八万株）と計算される（被告引受人は既存株主でもあったから紛争の実体はさらに縮小される<sup>18</sup>）。発行総額が一五〇〇万円にすぎなかったことも考え合わせたい。もし、この事案が、会社への支払を求めるものであったとしたら、むしろ裁判所は何とくとして、公正金額を低く抑えるか、数字を操作することが難しければ何か理由を見つけて、有利発行ではないと認定しようとしたのではあるまいか。これまで、同様の請求に対して、そうしなかつたことがなかつたと果たして言い切れるであろうか。

## 2 一部株主侵害類型…アートネイチャー事件（第一審・第二審）<sup>19</sup>

会社への損害賠償が請求された事案である。取締役派の既存株主等に自己株式ないし新株を割り当てたという

事案であり、既存株主の一部のみが損失を受ける類型（一部株主侵害類型）の事案であった。

一・二審の裁判所は、新株発行については有利発行と認定し、会社への賠償を認めた。新株発行前の発行済株式総数四〇万株の会社が、新株四万株を、発行価額一五〇〇円（発行総額六〇〇万円）で、取締役派の既存株主などを引受人として発行したものである。結論として、二億二〇〇万円の会社の損害を認めた（Ⅱ（公正発行価額七〇〇〇円－現実の発行価額一五〇〇円）×新株数四万株）。

本事案では、原告の持株数は不明であるが、取締役派の既存株主が少なくとも二四万八〇四九株であるから、それ以外の既存株主の株数は一五万一九五一株と計算される。発行前の時価総額は二八億円と計算されるから（七〇〇〇円×四〇万株）、これに発行総額六〇〇〇万円を加算して、発行後の株式数四万株を除すると、六五〇〇円が発行後の一株当たりの株式価値になる。ここから、取締役派を除いた既存株主（一五万一九五一株）の損失総額を計算すると、七五九七万五〇〇円となる（取締役派でない既存株主がもつと少なければ、この金額もさらに小さくなる）。つまり、実際に稀釈化による損失を受けた少数株主の損失総額は七六〇〇万円ほどである。本判決の結論、会社の損害額二億二〇〇万円と比較されたい。会社の損害とされる額と、紛争の実体たる損害額との乖離がいっそう大きくなる、一部株主侵害類型の特色をよく示す事案である。

ここで問題としたいのは、本件で自己株式処分が否定されたその理由である。裁判所は、自己株式処分や新株発行が実施された期間、株式価値に大きな変動はなかったとしながら、同じく一五〇〇円を処分価額とする自己株式処分については有利性を認めなかった。自己株式処分と新株発行との間隔は四ヶ月ほどしかなく、裁判所はこの間に株式価値に変動があったといっているのではない。すなわち、自己株式処分では株式価値稀釈化の恐れがないから、経緯の特殊性も考慮して、一五〇〇円の処分価額を不公正でないと結論づけているのである。<sup>20</sup>

両裁判所の示した、自己株式処分は株式価値稀釈化とは無縁だとする考え方は、自己株式の性質についての立場に立とうとも、維持不能なものではなからうか。

総資産一〇〇円、発行済株式総数一〇株、株価一〇円の会社という単純な数字で考えてみる。この会社が株式一株を一〇円で自ら買い取り、その後自己株式を五円（有利払込金額）で処分したとすると、自己株式も経済的価値を有すると解する立場では、自己株式取得時点では、会社の総資産一〇〇円（ $1190 + \text{自己株式}10$ ）を発行済株式一〇株で除して、株価は一〇円で取得前と変わらない。有利処分後は総資産九五円を一〇株で除して、株価は九・五円となり稀釈化されることになる。一方、経済的価値を有しないと解する立場では、自己株式取得時点では、会社の総資産九〇円を社外株式数九株で除して、株価は一〇円で変わらない。有利処分後は総資産九五円を一〇株で除して、株価は九・五円となり、やはり同様に稀釈化される計算になる。このように、経済的価値の有無についていずれの立場を前提にしようとも、稀釈化が同様に作用することになるはずで、両裁判所の依って立つ理論を正当化することは困難と思われる。

前述のように、この事案は、一部株主侵害類型の事案であったから、損害不一致がいつそう大きくなるタイプの事件であった。一・二審裁判所としては、この事件全体の落としどころとして、新株発行については会社の損害を認めるが、自己株式処分についてまでそれを認めると、いわば実務感覚として、原告の損失額や引受人の利益額に比較して不釣り合いになるため、学理的には正当化困難と思われる理論によって有利処分性を否定することになったのではなからうか。そうだとすれば、右両審の判断は、皮肉なことに、会社の損害構成を認めたものというよりも、筆者の懸念を正に裏打ちするものということになる。筆者のこの仮説は、裁判所の「実務感覚」を信頼するものであり、否定されるのであれば、筆者の買いかぶりということになる。

### 3 これまでの裁判例

把握し得た裁判例<sup>(21)</sup>を概観してみたい。把握できた範囲で当該事件の最終判断をその結論として数えたうち、請求が認められた数を挙げれば、株主への直接賠償が試みられた八件中五件、会社への賠償が試みられた一〇件中一件という結果となる。単純に数だけを比較することが許されるならば、前者の認容例が相対的に多いことよりも、後者の棄却される可能性の高いことに注目したい。筆者の仮説にとつて、裁判所自身が会社の損害構成を受け入れていながら、結論として請求を棄却する判断の分析こそ重要となる。すると、金額が不公正でないとするもの七件、当該新株発行の有効性をめぐる他の訴訟では有利発行と認定されていたのに、会社への賠償請求では有利発行性が否定されたもの一件<sup>(22)</sup>(右七件の一つ)、実質的に総会特別決議を得るだけの株主が了知していたことを理由とするもの二件<sup>(23)</sup>(一部株主侵害類型であったことを示すものにほかならない)ということになる<sup>(24)</sup>。

会社の損害という構成では、紛争の実体に応じた解決が不可能になるから、いきおい、有利発行であること自体を否定して原告の請求を退ける結果となっているのではあるまいか。筆者が懸念する、会社の損害構成の持つ不合理性を、無意識にもせよ、そうした結果とならないよう、裁判所が先回りして、有利性の認定を避けているのではないのか。個々の判断については、この仮説で説明が付くとも付かないとも、どちらともいえないものがほとんどではあろう。しかし、仮に、筆者の仮説が正しいとすれば(右の集計結果が、仮説として述べたところを内実とするものの集積であるとすれば)、会社の損害構成や二二条一項一号に依拠した既存株主は、何らの救済も得られない結果に終わる可能性が極めて高いことになる<sup>(25)</sup>。

## 六 諸学説の検討・法改正の影響

### 1 「あるべき状態」論とその反対解釈

直接損害説は、当初、公正な発行価額（払込金額）で発行されていたならば、より少ない株式数で済ませることがあるべき状態であったと考えれば、会社の損害は発生しないことになるものであった。<sup>(26)</sup>ところが、原則的には会社に損害はないとしながら、「支配権維持のための新株発行では、調達金額総額ではなく発行株式数こそが重要」<sup>(27)</sup>になるとして、例外的に会社の損害を認める立場が現れた。さらに、あるべき状態はより多様に考えられるとする見解も生じた。<sup>(28)</sup>直接損害説の「あるべき状態」論をいわば反対解釈する考え方であるが、直接損害説は本来、本稿で展開してきたように、公正払込金額の趣旨と株式の特殊性から説明すべきであって、指摘のような状況においても会社に損害は生じないと考えるべきである。これまで「あるべき状態」論を前面に出して説明してきたのは適切でなかった。<sup>(29)(30)</sup>

### 2 集团的解決の合理性

直接損害説の帰結は会社を介した解決を認めないことになるから、集团的解決を不可能にし、代表訴訟制度も利用できず<sup>(31)</sup>、既存株主がいちいち請求しなければ解決しないのでは不合理であり、ひいては、法実現（エンフォースメント）に支障を来すと批判がある<sup>(32)</sup>。また、直接損害説の立場に立ちつつ、会社法二二二条一項一号の立法趣旨をそうした点に求める見解も有力である<sup>(33)</sup>。

しかし、こうした要請に応じるために会社への支払という解決を選択することには依然として賛成しかねる。既に見てきたように、会社を介した解決では紛争の実体に応じた処理ができず、計算される金額に照らしても、

そうした政策論を容れる余地はないと考える。会社を介した集団的解決のメリットよりも、デメリットが上回っている。五で見たように、このデメリットには、不合理な結果になる前に、裁判所が先回りして、有利性の認定を回避し、結果的に既存株主に何らの救済も与えられないことの可能性も考慮されるべきである。有利発行の状況は、株式の特殊性から、会社を介した集団的解決を拒むものである<sup>(34)</sup>。二二二条一項一号の妥当性を認めることも同様に難しいと考える<sup>(35)</sup>。

### 3 二重の利得論と損害額不一致論

「二重の利得」論とは、有利発行によって会社に損害が生ずるとした場合に、これについて取締役が会社に損害賠償すると、取締役と引受人とが別人であったときには、引受人は、新株ですでに利得しているから、二重に利得することになるとする指摘であり<sup>(36)</sup>、間接損害説を批判するものである。

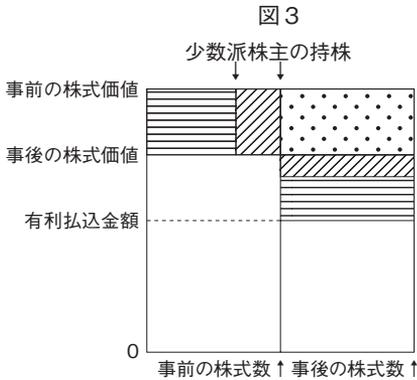
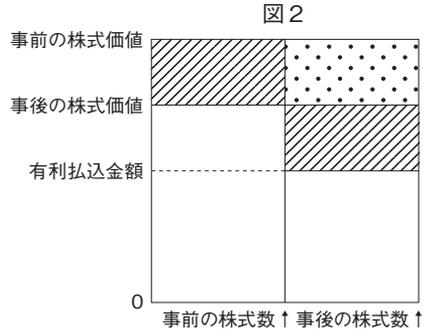
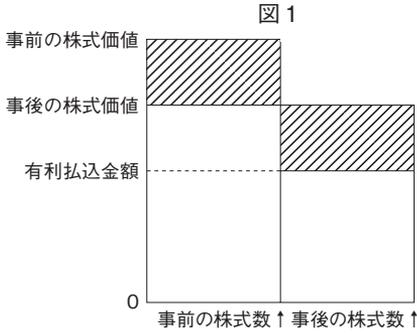
ところで、筆者は二重の利得論そのものを明示して自説に援用したことはない。もちろん事実の指摘として誤っているとも考えていないが、二重の利得論と、筆者の指摘してきた損害額不一致の問題とを、同じことを主張するものと受け止める向きもあったかもしれない<sup>(37)</sup>。しかし、筆者の誤解でなければ、両議論は別の事柄である。二重の利得論では、会社法二二二条一項一号に従って引受人が会社に「差額」を支払うことについては問題にしないと思われる。しかし、既存株主の損害額と一致しないとの筆者の問題提起は、既述のように、二二二条一項一号の「差額」と既存株主の損害額との関係についてもいえることである。損害が一致しないのは、二重利得の結果でもない。

### 4 法改正と直接損害説

初期の直接損害説では、会社に支払うかたちの解決は、会社に無用の資金（余剰資金）を背負わせる結果となることも理由に、間接損害説を批判した<sup>(38)</sup>。しかし、その後数次の改正を経て、資金返却手段が拡張され、剰余金の拘束も緩和され、今日では、この点を強調する意味はほぼなくなったと考えられる<sup>(39)</sup>。

## 七 若干の提言

以上のとおり、筆者は有利発行の経済的解決としては直接損害説の結論が正しいと信じるが、疑問がないわけではない。たとえば、五一の事件で、発行総額一五〇〇万円の新株発行に対し、三〇〇〇万円近い損害賠償が認められたというのも、実は相当に問題だと思われる（アートネイチャー事件新株発行で、高裁の認定から相当する金額を示すと、発行総額六〇〇〇万円に対し、少数派株主の損失総額七六〇〇万円弱）。また、これを払う取締役や引受人の立場に立って考えてみると、会社に払うのであれば一応「自分の」会社に払うわけだが、他人である既存株主に払ってしまえばそれきりである。不合理な金額を承知で会社に払うことを望む者が現れないとも限らない（現実の紛争において、当事者が既存株主の損害を回復するに足る額を進んで会社に払うのであれば、止める理由はない）。その意味では、直接損害説も間接損害説も五十歩百歩といったところかもしれない。あくまでも集团的解決を目指すのであれば、総会決議を欠く有利発行が無効事由にならないとの判断（最判昭和四六年七月一六日<sup>(40)</sup>）こそ再考されるべきである<sup>(41)</sup>。有利発行は経済的に解決可能であって取引安全を優先するとの政策判断がこれを支えた大きな根拠なのであるから、右のようなことを理由に直接損害説に不信を持たれるとすれば筋が違ふ。いずれの損害構成を採るにせよ、発行総額を超える賠償請求に疑問を持つことは、バランス感覚として自然なことのように思われる。しかし、裁判所がそうした配慮から賠償請求を抑制するようなことがあるとすれば、もはや右政策判断



いずれの図においても、事前の株式価値×事前の株式数の部分が事前の状態を表し、事後の株式価値×事後の株式数の部分が有利発行後の状態を表す。時点の異なる二つの状態を一つの図にして、有利発行の影響を示したものである。

は機能していないことになる。<sup>(43)</sup>

そこで、現在の政策判断の真逆を行く（取引安全を無視しなるべくお金をかけない）机上の理論としては、新株のみ併合する解決ならば一銭もかからない。現実には話を戻せば、これを当事者が自主的に行うことは可能である（自己株式無償取得…会社法一五五条一三号・会社法施行規則二七条一号）。金銭賠償との組合せも可能であり、紛争当事者への和解提案として検討する価値があるのではなからうか。<sup>(44)</sup>

(1) 宮島司「企業結合と新株の有利発行」（昭和五三年）『企業結合法の論理』（平成元年）二五四頁は、企業結合としての目的を持つ第三者割当てが、それに見合った手続きに基づいて行われず、株主保護の面で不十分になるとの認識に基づく主張である。また、取締役会が発行価額を決定し得るとの解釈では、力関係に押されて株主に不利な発行価額となる点を危惧される（同書二五八頁。現行法につき、宮島司「判批・最判昭和四六年七月一六日」会社法判例百選（第2版）・ジュリスト別冊二〇五号（平成三年）五四頁）。第三者割当ての払込金額も合併等の条件も、後に株主総会が控えるからこそ交渉が成り立つものである（杉田貴洋「判批・東京地判平成二三年九月二九日」法学研究八五巻一〇号（平成二四年）一一九頁）。

(2) これに関する実証分析として、加藤政仁・鈴木健嗣「日本の公募増資時のデイスカウント率の決定要因について——公募増資制度の変更とその影響——経営財務研究三三巻一・二号（平成二五年）三八頁以下。

(3) 杉田貴洋「新株の有利発行と既存株主の経済的利益の保護」法律学研究二六号（平成七年）五一頁以下、同「新株の有利発行と会社の損害」法学政治学論究四二二号（平成一一年）四二五頁以下。

(4) 直接損害説に分類されるものとして、吉本健一「新株の有利発行と取締役の責任」（平成七年）『新株発行のメカニズムと法規制』（平成一九年）三二七頁以下、坂本延夫「自己株式の譲渡処分と新株発行規制——従業員利益の制度的確保についての問題提起——」『田中誠二先生追悼論文集・企業の社会的役割と商事法』（平成七年）一〇七頁、山本爲三郎「判批・大阪地判平成二年二月二八日」法学研究六九巻二二号（平成八年）一五九―一六〇頁、神田秀樹・藤田友敬「株式会社法の特質、多様性、変化」三輪芳朗ほか（編）『会社法の経済学』（平成一〇年）四七二頁注四三、

- 坂本延夫「違法な新株発行と取締役の責任―多数説の理論の飛躍を正す―」泉田栄一ほか(編)『小島康裕教授退官記念・現代企業法の新展開』(平成二三年)一三四頁以下、藤田友敬「自己株式取得と会社法〔上〕」商事法務一六一五号(平成一三年)一五頁注四五、加藤貴仁「判批・大阪高判平成一一年六月一七日」ジュリスト一二二五号(平成一四年)九七頁、岸田雅雄「判批・大阪高判平成一一年六月一七日」商事法務一六六五号(平成一五年)四〇〇四一頁、伊藤靖史「判批・東京地判平成一二年七月二七日」商事法務一七〇三三号(平成一六年)四四頁、山下典孝「違法な新株の有利発行と取締役の対第三者責任」立命館法学二〇〇六年一号(平成一八年)一四六頁、楠元純一郎「判批・大阪地判平成一五年三月五日」久留米法学五六・五七号(平成一九年)三九頁、根本伸一「資本充実から見た差額支払義務」法律論叢八〇巻二・三号(平成二〇年)二九四頁、鳥山恭一「判批・東京地判平成二四年三月一五日」法学セミナー六九五号(平成二四年)一二九頁、永井和之「判批・東京地判平成二四年三月一五日」ビジネス法務2013・3(平成二五年)八〇〇八一頁、弥永真生「判批・東京高判平成二五年一月三〇日」ジュリスト一四五五号(平成二五年)三頁、神田秀樹「会社法〔第十六版〕」(平成二六年)一五〇頁注七、葉玉匡美「小林貴恵」判批・東京高判平成二五年一月三〇日「金融法務事情二〇一一年号(平成二七年)八一頁。間接損害説については、田中亘」募集株式の有利発行と取締役の責任―会社の損害か株主の損害か―」新堂幸司「山下友信(編)『会社法と商事法務』(平成二〇年)一五四頁以下参照。
- (5) 田中・前掲(注(4))一四五頁以下。支持するものとして、江頭憲治郎『株式会社法第六版』(平成二七年)七七六頁。なお、田中亘「判批・東京高判平成二五年一月三〇日」ジュリスト一四六三三号(平成二六年)一〇九頁は、鳥山・前掲(注(4))一二九頁の見解を受け入れられるものかと思われる。
- (6) 杉田貴洋(稿)鳥山恭一「高田晴仁(編)『新・判例ハンドブック会社法』」(平成二六年)一六九頁、杉田貴洋「判批・東京高判平成二五年一月三〇日」法学研究八七巻二一號(平成二六年)五四頁。
- (7) 杉田・前掲(注(3))「法律学研究五九頁、杉田・前掲(注(3))」論究四三三頁、神田秀樹「株式の不思議」前田重行ほか(編)『前田庸先生喜寿記念・企業法の変遷』(平成二二年)一三七頁・一四六頁注一一。
- (8) ここでは、時間や投資の観念は入れず、株式は純資産価値によって評価されるものとし、他の事情は一定とする。本稿全体においてこの前提で述べる。

- (9) 兩構成で損害額に差がある点につき、本稿注(7)。会社法二二二条一項一号(平成一七年改正前商法二八〇条の一一)の立法論的当否につき、金額および規整目的との不一致、杉田・前掲(注(3))。法律学研究五八頁以下、杉田・前掲(注(3))。論究四四二〜四四三頁、余剰資金、吉本・前掲(注(4))。三四二頁、規整目的との不一致、根本・前掲(注(4))。三〇三頁以下。
- (10) 一部の既存株主だけが損失を被った事例には、大日本除虫菊事件(大阪地判平成一五年三月五日・判例時報一八三三三〜一八三六頁)やアトネイチャール事件(東京地判平成二四年三月一日・判例時報二一五〇号一〜二七頁、東京高判平成二五年一月三〇日・判例タイムズ一三九四号二八頁、最判平成二七年二月一日・民集六九卷二号五一頁)などがある。前者につき、杉田貴洋「判批・大阪地判平成一五年三月五日」法学研究七七卷八号(平成一六年)一四九頁および同「新株の有利発行(有利募集)」を理由とする損害賠償請求訴訟に関する総合判例研究」総合政策研究紀要(尚美学園大学)一一号(平成一八年)八〇頁で、後者につき、杉田・前掲(注(6))。法学研究五四頁で、この問題を指摘した。
- (11) 伊藤雄司「会社財産に生じた損害と株主の損害賠償請求権(4・完)―ドイツにおける反射損害の議論との対比において―」法学協会雑誌一二四卷三号(平成一九年)七〇七頁は、金額の相違は会社の損害を否定する論拠にならないとされる。
- (12) 富の移転の認識が直接損害説の本質であることにつき、杉田・前掲(注(3))。論究四三三〜四三四頁、坂本・前掲(注(4))。小島退官二二六頁以下、他の稀釈化作用をもたらす場合と整合的に理解すべきことにつき、杉田・前掲(注(3))。法律学研究五四頁、杉田・前掲(注(3))。論究四三一〜四三二頁、坂本・前掲(注(4))。小島退官二四五頁以下、差止請求権との関係につき、杉田・前掲(注(3))。法律学研究五五頁、吉本・前掲(注(4))。三四〇頁注二九、杉田・前掲(注(3))。論究四四五頁注一九。
- (13) 宮島司「企業提携のための第三者割当」(昭和五二年)『企業結合法の論理』(平成元年)二八三頁、宮島・前掲(注(1))。企業結合法二六五〜二六六頁は、公正払込金額とは客観的な公正性が要求されるものであって、株主総会決議があつたからといって不公正なものが公正になるわけではない、「合理的理由」を要する」とされる。しかし、有利発行の可否を判断する株主総会決議(有利発行の募集事項決定に関する決議ではなく、そのうちのかつての商法

二八〇条の第二項が要求していた決議部分、本文中の総会決議についても同じ）は、新旧株主間の経済的衡平性につき、不利益を受ける可能性のある者の主観的判断に委ねるものである。客観的な公正性ということをいえば、かえって、客観的に公正な金額であれば総会決議は不要との理解につながりかねない（現にそう解する所説がある）。宮島教授の懸念は、会社法八三一条一項三号の取消事由該当性の問題として処理するほかないと考える。払込金額の「公正性」とは、本文のとおり、株主間の経済的衡平性のことであって、その是非が既存株主の判断に任されるという意味で優れて主観的・相対的な問題とすべきである。なお、払込金額の公正性の意義につき、杉田貴洋「募集株式の発行等における公正な払込金額」法学研究七八卷九号（平成一七年）一頁以下、同「募集株式の発行等における公正な払込金額」私法六九卷（平成一九年）二二五頁以下。

(14) 直接損害説を前提としつつ逸失利益と構成する余地を認める論者もある（筆者は本文のとおり反対）。葉玉Ⅱ小林・前掲（注（4））八一頁は、「株式は会社の資産ではない」との理由で会社に損害は生じないとしつつ、具体的な事案に関してではあるが、公正金額で全株式の引受け払込みの蓋然性の高いことが立証できれば、逸失利益として損害の成立もあり得るとされる（有利発行自体を逸失利益として会社の損害成立を認めることもできるということであろうか）。鳥山・前掲（注（4））一二九頁は、有利発行であることから直ちに会社の損害とするのは困難としたうえで、「会社の損害（消極的損害）が具体的に立証される何らかの事情がある場合を除いて」既存株主への直接賠償に よるべきとされる。また、川島いづみ「判批・東京地判平成二四年三月一五日」金融・商事判例一四一八号（平成二五年）六頁、田中・前掲（注（5））一〇九頁参照。

(15) 杉田・前掲（注（10））尚美学園八〇〜八一頁。

(16) 判例時報一四六三号一五四頁。

(17) 杉田・前掲（注（3））法律学研究六六頁注二九。

(18) この事案は、額面株式の額面額五〇円を発行価額としたものであったから、これが廃止された今日、ここまで大きく乖離するケースはまれともいえるが、一部株主侵害類型があることを忘れてはならない。

(19) 本稿注（10）。

(20) 小林俊明「判批・東京地判平成二四年三月一五日」ジュリスト一四五六号（平成二五年）一二九頁、水島治「判

- 批・東京高判平成二五年一月三〇日」武蔵大学論集六一巻一・二号（平成二五年）四頁、杉田・前掲（注（6））法学研究五〇～五一頁。
- (21) 杉田・前掲（注（10））尚美学園六六頁以下のほか、株主への賠償請求の事案として、東京地判平成二二年一〇月二七日（2010WLJPC110278011）棄却、東京地判平成二四年二月七日（2012WLJPCA02078002）認容、会社への賠償請求の事案として、東京地判平成二六年六月二六日（金融・商事判例一四五〇号二七頁）棄却、およびアートネイチャー事件最判（本稿注（10））棄却。
- (22) 同一の新株発行につき、最判昭和五〇年四月八日（民集二九巻四号三五〇頁）は有利発行性を否定したが、当該新株発行の有効性が争われた別訴で、東京地八王子支判昭和三八年八月三〇日（下民一四巻八号一六七六頁）は有利発行性を認めていた。
- (23) 大阪地判平成二年二月二八日（判例時報一三六五号一三〇頁）および大日本除虫菊事件（本稿注（10））。
- (24) 杉田・前掲（注（10））尚美学園八〇頁。
- (25) このことは、会社への賠償請求事案における払込金額（発行価額）の公正性判断の、事例判決としての性格が、従来考えられてきた以上に強いものであることを示唆する。有利発行差止めや株式評価一般が問題になる他の場面と比較する場合には注意を要する。
- (26) 杉田・前掲（注（3））法律学研究五四頁、吉本・前掲（注（4））三三九頁。ただし、いずれにおいても、「稀釈化」や「富の移転」の言葉を用いて説明している。
- (27) 藤田・前掲（注（4））一五頁注四五。藤田友敬「株式会社の企業金融（2）」法学教室二六五号（平成一四年）七九頁も参照。賛成、加藤・前掲（注（4））九七頁。
- (28) 田中・前掲（注（4））一七八頁以下。
- (29) 筆者自身の思考過程を述べれば、筆者も当初はそこから発想し直接損害説の着想を得たが、従来からされてきた株式価値稀釈化こそが直接損害説の本質であることに思い至り、その点を指摘した（杉田・前掲（注（3））論究四三三～四三四頁）。ところが他方で、本文のようにこれを反対解釈する考え方が登場したことから、「あるべき状態」論はむしろ不要と考えるようになったものである（杉田・前掲（注（13））私法二二六頁）。

(30) 当初から、稀積化の視点で説明されたのが、坂本・前掲(注(4))小島退官二三〇頁以下である。坂本教授は、早くから、新株引受権の経済的意義について、株式価値稀積化による富の移転として説明してこられた立場から(同「新株の発行と株主の保護」亜細亜法学五巻二号(昭和四五年)九〇〜九一頁は、「新株の発行価額が旧株の市場価格以下で発行されるにも拘らず、新株発行後、旧株と新株の市場価格が同一になるのは、旧株の価値が新株に流出するからである」と説明される)、直接損害説を当然の帰結として考えておられたものであろう。

(31) 福島洋尚「新株の有利発行と取締役の責任―会社支配争奪の局面を中心に―」南山法学二二巻一号(平成一〇年)三四頁、久保田安彦「転換社債型新株予約権付社債と有利発行規制」(平成一七年)『企業金融と会社法・資本市場規制』(平成二七年)一六三頁、田中・前掲(注(4))一七四頁・一九五頁・二一七頁、福島洋尚「有利発行・不公正発行と取締役の責任」黒沼悦郎ほか『Law Practice 商法(第2版)』(平成二六年)一一八頁。

(32) 神田・藤田・前掲(注(4))四七二頁注四三、藤田・前掲(注(27))八〇頁(以上は、直接損害説の立場からの点を懸念するもの)、北川徹「判批・東京地判平成一二年七月二七日」ジュリスト一二四五号(平成一五年)二一〇頁、田中・前掲(注(4))一九四〜一九五頁(ただし、エンフォースメントの問題を理由に損害の性質が決まるとするものではない(田中・前掲(注(4))一七五頁))。

(33) 山本・前掲(注(4))一六〇頁、永井・前掲(注(4))八二頁。なお、吉本・前掲(注(4))三四三頁注三五。筆者をはじめ直接損害説の一部の論者が同規定を立法論的に批判していることにつき、本稿注(9)。

(34) 種類株式発行会社の場合に有利発行の問題が経済的によつて解決されるべきかは確証がない。損害額の乖離の問題が生ずることは同じはずであるから、やはり直接損害説が妥当すると想像される。ただし、経済的解決がすべてではない(この点につき本稿七)。有利発行問題の核心は株式価値稀積化にあるから、実質的に社債の性格を与えられる種類株式は、原則として稀積化から遮断され、有利発行の紛争には関わらないことになるのではなからうか。

(35) ただし、次のようにも考えることができる。会社法二二一条一項一号の「差額」が会社に払われると、新規株主の株式価値もその分上昇する計算になるから、支払後の結果だけを見れば、直接損害説の帰結と、経済実質的な負担の差はないともいえる。先の数値例でいえば、新規株主が会社に五〇〇万円払えば、新規株主の持株も二五〇万円上昇するので、これを相殺して考えれば、新規株主の実質的な負担は差額の二五〇万円になる。また、本稿注(44)参

照。

- (36) 中東正文「判批・最判平成八年一月二三日」会社判例と実務・理論Ⅱ・判例タイムズ九七五号(平成一〇年)二〇五頁(なお、筆者は、同箇所を、杉田・前掲(注(3))論究四四九頁注五四で、当時の商法二八〇条の二一に對する批判として援用した)、神田・藤田・前掲(注(4))四七二頁注四三、坂本・前掲(注(4))小島退官二三八頁。また、伊藤・前掲(注(4))四四頁。
- (37) たとえば、田中・前掲(注(4))二一六頁注一一六は、二重の利得論を紹介する中で、関連する議論として、筆者の損害額不一致を論じた箇所を挙げておられる。
- (38) 杉田・前掲(注(3))法律学研究五九〇頁、吉本・前掲(注(4))三三九〇頁・三四二頁、杉田・前掲(注(3))論究四四一頁。
- (39) 伊藤・前掲(注(11))七〇七頁は、「配当など」で対応可能と批判されるが、この間に制度的前提に変更のあったことを考慮されたい。なお、田中・前掲(注(4))一八九頁以下参照。
- (40) 判例時報六四一号九七頁。ただし、非公開会社につき、最判平成二四年四月二四日(民集六六卷六号二九〇八頁)。
- (41) 宮島・前掲(注(1))百選五五頁、山本爲三郎「会社法の考え方(第9版)」(平成二七年)二六九頁参照。
- (42) 江頭・前掲(注(5))七七二頁。
- (43) 五1事件の評釈で、神谷高保「判批・東京地判平成四年九月一日」ジュリスト一〇七八号(平成七年)一一三頁は、裁判所の公正価額の認定が過小であり、九千万円超の賠償が認められて然るべきであったとされる。賠償額が抑えられたのは、本文のような配慮の結果と見ることもできよう。しかし、判例も本文の政策判断を受け入れているのであれば、ここは賠償額を惜しむところではない。
- (44) あえて会社法二二条一項一号の主旨を活かすとすれば、株主への直接賠償、さらに会社への株式返却(募集株式だけの株式併合)へと誘導する一種の威嚇規定として運用することが考えられる。

付記 資料収集に当たり、ハーバード・ロースクール図書館司書本宿マリ子さん、慶應義塾大学大学院法学研究科後期

博士課程堀井拓也さん、同前期課程大島一輝さんの手を煩わせることになった。J・マーク・ラムザイヤー教授には、ハーバード・ロースクール東アジア法研究プログラムに参加する機会を与えていただいた。田中亘教授には、法の経済分析ワークショップにてたびたびこの問題を考察する機会を与えていただいた。記して感謝したい。