

# アートネイチャー株主代表訴訟最高裁判決と 有利発行・有利処分の解決のあり方(上)

杉 田 貴 洋

アートネイチャー株主代表訴訟最高裁判決と有利発行・有利処分の解決のあり方(上)

- 一 問題意識の提示
  - 二 なぜ会社の損害構成は勝てないか
  - 三 アートネイチャー株主代表訴訟最高裁判決の検討
    - 1 事件の概要
    - 2 判旨
    - 3 検討
      - (一) 有利発行の金銭的解決の特殊性
        - (1) 本件における紛争の実体たる富の移転の状況
        - (2) 会社の損害額と富の移転の総額との乖離を拡大させる要因
        - (3) 本判決の直面した原審解決の違和感
      - ア 本件自己株式処分の有利処分性を否定した原審・第一審判決
      - イ 適法な株主総会決議が成立していた可能性の意義
      - ウ 3 (二) (3)の小括
- (二) 発行価額公正性判断基準
  - (1) 序説
  - (2) 払込金額規整の趣旨や公正性の意義に関する学説の整理
  - (3) 株式の不等価値性と均一性
  - (4) 払込金額規整の趣旨についての現在の学説の状況
  - (5) 本判決の公正性判断基準
- (三) 公正性の判断枠組みと取締役の予測可能性
  - (1) 序説
  - (2) 取締役責任に関する裁判例と公正性の判断枠組み
  - (3) 取締役の予測可能性・取締役を免責しうる事情
- (四) 本判決の検討(二三)の小括
- 四 有利発行の株主総会決議の意義
  - 1 序説
  - 2 有利発行の株主総会決議の意義
  - 3 有利発行規整と昭和五六年改正

(以上、本号)

- 4 決議の不当性
  - 五 株式返却による株式過剰発行の解消
    - 1 Southern Peru 判決が会社の損害構成を採用できるのはなぜか
    - 2 検討
    - 3 日本法への導入の可否
  - 4 会社の損害構成の政策的拡張の可能性
    - 5 アートネイチャー事件に株式返却の解決を適用した場合
      - 1 資本充実原則と有利発行
      - 2 本稿の得た結論
- (以上、九十巻六号)

## 一 問題意識の提示

最高裁は、有利発行に必要な株主総会決議を欠くことは、新株発行の無効事由に当たらないとの立場を明らかにしている(①最二判昭和四六年七月一六日・判例時報六四一号九七頁<sup>(1)</sup>)。無効事由にならないのは、有利発行は金銭的に解決できるからそちらに委ね(最二判昭和四〇年一〇月八日・民集一九卷七号一七四五頁参照)、取引安全を重視するものだ<sup>(2)</sup>と説明される。しかし、有利発行であるとして金銭賠償が請求された事件で、上場会社(買取引受け)についての②最三判昭和五〇年四月八日・民集二九卷四号三五〇頁、③最三判昭和五一年三月二三日・金融・商事判例五〇三号一四頁、そして、非上場会社(第三者割当て)についての④最一判平成二七年二月一日・民集六九卷一号五一頁(アートネイチャー事件。以下「本判決」、この事件のことを「本件」)を通観すると、金銭的解決を求めることも容易でないことが分かる。理由付けは措いて結論だけを比べると、②③は、この程度の割引発行では、当時の実務状況からして、有利性を否定した結論もやむをえないと受け止めることも不可能とはいえない範囲のものであったのに対して、④は、それに比べると有利性が大きく見えるが、やはり否定される結果となっている<sup>(3)(4)(5)</sup>。損害賠償の請求も簡単には認めないのである。判例の立場には矛盾がある。①判決の立場はその後<sup>(6)</sup>も踏襲されているが、金銭的に解決可能であるから無効とするに及ばないこと、そして、それは会社の損害

と構成して解決できるとの前提に基づいていたのだとすると、遺憾ながら、この前提は、早々に破綻していた可能性がある。<sup>(8)(9)</sup>

本稿は、本判決の検討を通じて、違法（会社法一九九条二項三項、二〇一条一項）な有利発行・有利処分（以下、「新株発行」「発行」「有利発行」というときは、具体的な事件について述べる場合を除き、新株発行・自己株式処分の両者を含むものとして使用する）の事後処理について、判例の示す解決の方向性の是非と、より広く、有利発行の解決のあり方を検討しようとするものである。右に、①判決の前提に疑問を提起したが、このことは直ちに無効説を支持すべきことにつながるわけではない。それは結局、右の前提があることで有効性が決まるものではないということかと思われる。<sup>(11)</sup> 本稿は、無効（会社法八二八条一項二号三号）事由該当性の解釈を検討するのではなく、その前提とされる金銭賠償のほか、株式返却、会社の損害概念の政策的拡張といった有効性以外の解決策について総合的に検討しようとするものである。主に三で取り上げる本件（アートネイチャー事件）は非上場会社の金銭賠償の事案であったが、上場会社の場合まで含めて検討したい。

ところで、右②①④事件は、いずれも会社に対する損害賠償を請求する事案という共通性がある。会社の損害とされる金額は、一般に、有利発行の富の移転の総額と金額において異なり、移転の総額より大きな額になる。<sup>(12)</sup> 富の移転が紛争の実体であるとすれば、会社の損害と構成する解決は、これに整合的でないことになる。この乖離の程度を決める要因として、①払込金額の有利性の程度、②既発行株式数に対する募集株式数の割合、③引受人と既存株主の重複、の三つがある（なお、本稿で「払込金額」は募集株式の発行等におけるものを指し、本件当時の商法では「発行価額」に相当する。文脈によって、両方の用語を用いるが、完全に互換できる概念であることを前提に述べる）。有利発行をめぐる紛争の解決には、事案の利益状況を正確に把握することが求められるが、最高裁は、この点の把握が不確かなようである。それが右のような矛盾を起こした原因と考えられる。

本件事案と、本件の第一審から上告審までの各判断（第一審、⑤東京地判平成二四年三月一五日・判例時報二二五〇号一二七頁、原審、⑥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二八一頁。以下、それぞれ「原審」または「原判決」、「第一審」または「第一審判決」とは、有利発行の利益状況を確認するには格好の素材といえる。本件では引受人が既存株主でもあったため、その分、利益状況も込み入ったものとなったが、各審裁判所は揃ってこの点を無視した。この点は、「会社の損害額」と富の移転の実体との乖離を拡大させる要因として働く。

本判決は、形式的には場合判決に分類されるものとされ、今後、非上場会社の有利発行該当性が争われる他の事件解決に参照される可能性は高い<sup>(14)</sup>。しかし、会社への賠償請求には右のような特殊性があるので、本判決の公正性判断基準が一般化されて他の類型（差止めや株主への賠償請求）に及べば、解決を誤ることになる。本判決の理解の如何は、次の有利発行事件が適切に処理されるかに関わる重要問題である。

反対に、事案によっては、その乖離が小幅なものに止まる場合もある（㊦は乖離を縮小させる方向にも働く）。②③は、乖離の小さい事案であった可能性が高く、乖離のあることが影響して請求が棄却されたと見ることは現実的ではない。本稿では、上場会社の公募発行（買取引受け）の有利性が問題となる場合の解決のあり方についても検討したい。

本稿の構成は以下のとおりである。二で、有利発行の金銭的解決の構造的事情から来る特色を説明し、そうした特色のために、現実の裁判例でも会社の損害構成が「勝てない」訴訟類型となっていることを説明する。三で、本件（アートネイチャー事件）の紛争の実体がどのようなものであったかを明らかにし、それが判断にどのように影響したかを検討して、本判決が示した発行価額公正性判断基準が、当該事案にのみ通用する事例判断と見られるものであって、他の場合に及ぼすべきでないことを述べる。右に挙げた乖離の程度を決定する三つの要因についても、主にここで説明する。四で、有利発行の株主総会決議の意義について検討する。五で、株式返却によ

る解決、および会社の損害概念の政策的拡張の可能性について述べる。上場会社の公募発行については、ここで取り上げる。六で、現物出資目的財産過大評価および仮装払込みの責任と、有利発行の金銭的解決に関する直接損害説との関係について簡単に述べる。

払込金額規整の趣旨と公正性の意義についても、検討すべき点が少なくないが、本稿では必要な範囲で触れるに止め（二末尾、三三（二））、扱えなかった部分については別稿にて補うこととしたい。

## 二 なぜ会社の損害構成は勝てないか

有利発行の金銭的解決については、会社に損害が生ずるものと構成して、会社に対する損害賠償を求める類型（会社法四二三条一項、二二二条一項<sup>(15)</sup>）と、株主に生ずる損害を直接に賠償するよう求める類型（会社法四二九条一項、民法七〇九条）とがある。しかし、これまでの裁判例を見ると、会社の損害構成類型は、株主への直接賠償類型に比べ、勝訴率が低い<sup>(16)</sup>。これには理由がある。たまたまそのような事案ばかりだったということではない（ただし、②③事件については別に考える余地がある〔前述一〕。五で改めて検討する）。

有利発行の問題の本質は、既存株主から新規株主への富の移転であり（ここで「富の移転」とは、比喩や修辭でいつているのではなく、文字どおり株主間で価値が移転することを表現するものである）、その金額は、会社の損害とされる金額より常に少額になる。つまり、金銭賠償を前提とした会社の損害構成では、解決策と紛争の実体とがそぐわないという問題がある。ということとは、会社への損害賠償を求める事件では、裁判所が実感するであろう紛争の実体（富の移転）に比べて、請求される金額が過大になり、しかも、この乖離は払込金額の有利性の程度が大きいほど大きくなる関係にあるため、裁判所としては、有利性の程度が大きいほど、請求を認めることが腑

に落ちない結果になるというアンビバレンスに直面する。さらに、引受人が既存株主でもある事案では、その者は利得するのであるから、富の移転の総額はさらに少額となり、会社の損害額との乖離はいっそう拡大する<sup>(17)</sup>。

本判決は、正にこのことゆえに有利発行性を否定した例と見ることができる(原判決の認定・認容額に基づく)、会社の損害額二億二〇〇万円、富の移転の総額約七六〇〇万円〔後述三三(一)〕<sup>(18)</sup>。そうであれば、本判決の示した公正性判断基準の射程も甚だ寛東ないものとなる。

これに対して、既存株主の直接請求では、富の移転による損失を直接解消することになるので、解決策と紛争の実体とが齟齬するという問題はない。この類型の勝訴率が、会社の損害構成類型に比較して高いのは、会社の損害構成類型では、請求を認めると、「どこか腑に落ちない解決」になることが原因であった可能性がある。そうであれば、両類型における払込金額公正性判断基準を同列に論じることができない(会社の損害構成類型事件の事例判断性)<sup>(19)</sup>。

従来議論では、取締役の対会社責任を認容した<sup>(20)</sup>東京地判平成一二年七月二七日・判例タイムズ一〇五六号二四六頁が存在すること、また、いずれかの構成に基づく責任が争われた裁判例でも、一部を除き、明示・黙示に、他方の構成に基づく損害の発生は否定されていなかったこと、<sup>(22)(23)</sup>の二点をもって、裁判例はいずれの構成による責任も排除していないとする評価が一般的であった。いずれの指摘も、事実としてそのとおりであるが、前述のように、会社の損害構成に従った裁判例の勝訴率は相対的に低く、本件第一審判決以前、唯一対会社責任を認容した<sup>(24)</sup>判決(控訴されたようであるが、その後の顛末は不明)は、発行総額一億四〇〇〇万円の新株発行に対して、会社への損害賠償四〇〇〇万円(対発行総額比二八・五%)の支払を認めたものであった。詳細な事実認定がされていないため、同事案の富の移転の総額は算出不能であるが、会社の損害額が対発行総額比で比較的少額であった同事案では、富の移転の総額と会社の損害額との乖離も、小規模で済んだはずである。つまり、これま

表 1 有利発行で株主への直接賠償が認められた裁判例

（単位：円）

a.	b. 裁判例	c. 発行総額	d. 会社の損害額	e. 既存株主の流出総額	f. 原告株主の損害額
⑧	東京地判昭和56年6月12日	10,000,000	80,000,000	40,000,000	10,200,000
-	京都地判平成4年8月5日	20,000,000	58,140,000	46,560,000	15,105,228
⑨	大阪高判平成11年6月17日	20,000,000	75,040,000	60,080,000	19,491,454
⑩	東京地判平成4年9月1日	15,000,000	732,600,000	279,720,000	29,992,200
⑪	千葉地判平成8年8月28日	72,000,000	76,560,000	30,640,000	17,771,200
⑫	東京地判平成24年2月7日	5,000,000	265,000,000	176,666,666	108,937,083

\* a 欄の丸数字は本稿三三三(2)本文に対応、d-f 欄の太字は発行総額を超過しているもの、f 欄が裁判所の結論（⑧は修正）。

\* 杉田貴洋「新株発行・自己株式処分有効性判断における取引安全の図り方と測り方」鳥山恭一ほか（編）『岸田雅雄先生古稀記念論文集・現代商法の諸問題』（平成28年）616頁表1より。

で唯一対会社責任を認容した先例として知られる⑦事件は、会社の損害構成が多くの場合示す、「どこか腑に落ちない解決」になるとい性格が小さい事案であったことを指摘できる。<sup>(24)</sup>

一方、過去に、株主への直接賠償を求めた事案で、裁判所に有利発行と認定されて請求が認められた事案について（したがって以下は牽強付会の仮定の話ではない）、認定の数値に基づいて会社の損害額を計算すると、いずれも発行総額を超過する規模の賠償を要するとの結果が得られる（表1参照）。株主への賠償請求が裁判所によって認められた事件で、株主への賠償額は発行総額を下回るものでも、同じ新株発行について、仮に、会社への損害賠償が請求されたとした場合、会社に賠償すべき額は発行総額を上回る水準になる（ここでは、賠償額が発行総額を超過することを問題にしたいのではない）。会社への賠償額が発行総額を上回るような規模の事案では、⑦事案と異なり、富の移転の実体と会社の損害額との乖離が、相対的に大きなものとなる。もつといえ、そのような大きな乖離のある事案が、会社への賠償を求める事件として裁判所に持ち込まれた場合、果たして請求が認められていたか、疑問に思わざるをえない。

つまり、⑦の先例一件があることをもって、裁判例も会社の損害構成を認めていると強調することは、問題の本質から目を背けることになる。

むしろ、「どこか腑に落ちない解決」になる会社の損害構成事案では、本件も含め、⑦事件以外、悉く、最終的に請求が退けられてきたことに目を向けるべきである。その中には、請求を認めると、腑に落ちない解決になることから、裁判所が「事実認定」や何らかの「理論」を適用することによって、請求を棄却してきたものが相当数含まれていた可能性がある。有利性の程度が大きいほど、この乖離も大きくなる関係にあるから、結論として請求が棄却された裁判例では、この点を踏まえた慎重な検討が必要になる。

なお、会社の損害を肯定する立場によれば、会社に損害が生じている状態こそが紛争の実体になるので、ここで、「解決策と紛争の実体とが齟齬する」という表現では、議論が擦れ違いになるおそれがある。しかし、言い方を換えても、裁判所が結論として請求を棄却しがちである状況に変わりはない。すなわち、「会社の損害とされる額」と「富の移転の実体」とが齟齬するから、裁判所は、会社の損害構成を受け入れているにもかかわらず、結論が腑に落ちないと感じるため、同構成に基づく請求を棄却するのである。有利発行の問題が、既存株主から新規株主への富の移転の問題であることは、今や学界の共通理解といってよいと思われる<sup>(25)</sup>。いずれの立場に立つにせよ、「会社の損害とされる額」と「富の移転の実体」とに、金額において乖離が生ずることは、構造的客観的な事実であって否定することはできない。会社の損害発生を理論的に肯定すべきかどうかという問題以前に、現実の裁判例では、この乖離があることから、同構成に基づく請求が棄却されがちになるのである<sup>(26)</sup>。

付言すると、稀釈化と富の移転とは、同じ現象を、視点を換えて表現し直したものにすぎない。ここで、稀釈化が起きないという立場があるとすると、その立場は、株式分割や株主割当発行で株式価値が低下することをどのようなものとして説明するのであろうか。いずれも、株式価値が低下するのは、会社の企業としての価値評価（いわゆる客観的価値）が変わったことによるものではなく、稀釈化が起きたことによるものである（資金調達の場合決定自体が株式の客観的価値に影響を与えることと、稀釈化による下落とを区別しなければならぬことはいまでもな

い）。稀釈化による下落は、株式価値自体の評価変更による下落と異なり、下落した価値が消えてなくなるわけではない。下落した価値は、他の株式に移転するのであり、他人の株式に移転すれば富の移転と表現されるにすぎない。株式分割・株主割当てでは、株式価値の移転が同一人の手中で起きるから、稀釈化ではあっても、富の移転ではない。したがって、有利発行規整の趣旨を、株価下落防止とだけ述べて説明するのは正確でないばかりでなく、多くの誤解を招いてきたという意味で有害である（正確には、「富の移転を伴う株価下落の防止」でなければならぬ）。富の移転は、株価が下がるから起きるものだが、株価下落が全て富の移転を伴うのではない。単なる下落防止、単なる既存株主保護では、富の移転を伴わない下落（稀釈化によるものでない、価値が消えてなくなるような下落）をも含むものとして受け取ることが可能であり、現にそのように受け取って展開された議論があまりにも多く流布している。<sup>(27)</sup> 価値が消えてなくなる性格の下落は、多くは経営判断の問題（新株発行の文脈でいえば、不合理な資金調達・運用計画）であるのに対して、富の移転阻止は、正に会社法が調整すべき、また調整可能な利益に関わる事項である。単なる下落防止や単なる既存株主保護と、富の移転防止とは似て非なるものである（後述三三（二））。

### 三 アートネイチャー株主代表訴訟最高裁判決の検討

#### 1 事件の概要

本件（アートネイチャー事件）は、乙株式会社（上告補助参加人、以下「乙社」）が、平成一五年一月七日を払込期日として実施した自己株式処分（以下「本件自己株式処分」）、および平成一六年三月二四日を払込期日として実施した新株発行（以下「本件新株発行」）が、いずれも著しく不公正な価額により行われたもので、取締役であ

る Y らには、特に有利な価額による発行に必要な手続を經ていない法令違反等があるとして、Y らに対し、公正な価額との差額等を会社に対して支払うよう求めた株主代表訴訟である。

Z 社は、昭和四二年設立の株式会社であり、本件自己株式処分および本件新株発行の当時、株式を譲渡するには取締役会の承認を要する旨の定款の定めを置いていた。平成一六年三月八日（本件新株発行にかかる議案を審議した臨時株主総会の開催日）時点における Z 社発行済株式総数は四〇万株であった。一株当たり配当額は、平成一〇一一年度一五〇円、同一三・一四年度なし、同一五年度一〇〇円、同一六年度一五〇円と推移した。

X（第一審原告、控訴人・被控訴人、被上告人）は Z 社の株主、Y<sub>1</sub>ほか三名（第一審被告、被控訴人・控訴人、上告人）のうち、本件の当時、Y<sub>1</sub>は Z 社代表取締役、Y<sub>2</sub>、Y<sub>3</sub>、Y<sub>4</sub>は取締役であった。後述のように、Y<sub>1</sub>は本件自己株式処分の処分先、Y<sub>1</sub>、Y<sub>2</sub>、Y<sub>4</sub>は本件新株発行の割当先、また、Y<sub>1</sub>、Y<sub>2</sub>は、本件新株発行直前の時点で Z 社株主であった。

Z 社株式は、Z 社役員、幹部従業員、社員持株会、同社の販売会社社長によって保有されてきたが、平成一三年頃から、役職員の退社の際には、Y<sub>1</sub>を中心とする役員や社員持株会が一株当たり一五〇〇円で買い取りに応じた。

その後、平成一四年七月一〇月の間に、Z 社が Y<sub>1</sub>から、自己株式合計三万三二一七株を一株一五〇〇円で買い受けた。しかし、この自己株式取得・保有には、取引銀行から消極的な意見が出るなどの事情があったことから、Y<sub>1</sub>が再び買い戻して解消することとなり、証券会社から紹介された A 公認会計士に株価算定を依頼し、配当還元方式により一株当たり一五〇〇円とする、平成一五年一〇月三一日付の株価算定書を得た。右評価は、次の理由によるものである。すなわち、(ア) Z 社の株式は、一時的に無配であるものの、それ以前は継続して配当が行われてきたことや、一定期間、利益配当に係る期待値によって評価された価格により株式売買が行われてきた

ことを考慮すると、配当還元法により算定するのが適切と考えられる。（イ）Z社では、従前は一株当たり一五〇円の配当がされており、直近の過去二事業年度は経営体質の強化を目的として一時的に無配としたものにすぎず、今後、利益配当を復活させることを予定しているのであって、直近の取引事例にも照らすと、株価の算定に当たっては、一株当たりの配当金額を一五〇円とするのが相当であり、これを財産評価基本通達の配当還元法の算式で用いられている資本還元率で還元すると、一株当たりの評価額は一五〇〇円と算定される。（ウ）Z社の時価純資産に巨額のマイナスが生じていることや、株価算定の基礎資料となる事業計画はないこと、売上げも減少傾向にあることなどからすれば、簿価純資産法、時価純資産法、収益還元法、DCF法および類似会社比準法は採用しない。

平成一五年一〇月一六日の取締役会で、Y<sub>1</sub>に対して、自己株式三万三二一七株を一株一五〇〇円で、払込期日を同年一月七日として売却（本件自己株式処分）する旨決議した。本件自己株式処分にかかる株主総会議案は、同年一月六日の臨時株主総会において、出席株主の三分の二以上の賛成により承認可決された。その際、本件自己株式処分が特に有利な価額によるものであることを前提とする説明は行われず、右総会議案も、当時の商法二二一条三項準用の二八〇条の二第二項所定の特別決議として行われたものではなかった。

平成一六年二月一九日の取締役会において、Y<sub>1</sub>ほか六名を割当先とする（第三者割当て）次のような内容の新株発行（本件新株発行）を行う旨決議した。すなわち、新株の数万株、発行価額一株につき一五〇〇円、払込期日同年三月二四日、割当先Y<sub>1</sub>二万三〇〇〇株、Y<sub>2</sub>五〇〇〇株、Y<sub>4</sub>一〇〇〇株、ほか四名一万一〇〇〇株であった。本件新株発行にかかる株主総会議案は、同年三月八日の臨時株主総会において、出席株主の三分の二以上の賛成により承認可決された。右総会議案は、第三者に対して特に有利な発行価額をもって新株を発行することを必要とする理由を明らかにした上で行われたものではなかった。本件新株発行の発行価額については、本件自己

株式処分と同一事業年度内での新株発行であり、A 会計士の算定結果報告から四か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。

本件新株発行が行われる前、Y<sub>1</sub>の保有株式数は二〇万四〇四九株（議決権比率五一・〇一％）、Y<sub>2</sub>の保有株式数は四万四〇〇〇株（一一％）、その合計数は二四万八〇四九株（六二・〇一％）であった（他の引受人の持株の有無は認定されていない）。

X は、本件自己株式処分および本件新株発行は著しく不公正な価額で行われたものであり、所定の手続を経ない違法がある等として、本件自己株式処分に関して、Y<sub>1</sub>に対して通謀引受人の責任（当時の商法二二一条三項・二八〇条の一）または取締役の損害賠償責任（同二六六条一項五号）、Y<sub>2</sub>、Y<sub>3</sub>、Y<sub>4</sub>に対して取締役の損害賠償責任、本件新株発行に関して、Y<sub>1</sub>、Y<sub>2</sub>、Y<sub>4</sub>に対して通謀引受人の責任または取締役の損害賠償責任、Y<sub>3</sub>に対して取締役の損害賠償責任として、会社に対して損害賠償等を支払うよう求めて株主代表訴訟を提起した。第一審、原審とも、本件自己株式処分については有利処分性を否定し、これに基づく請求を棄却したが、本件新株発行については、公正な価額は少なくとも七〇〇〇円を下らないとして、有利発行と認め、Y<sub>1</sub>に対し、会社への損害賠償として、当時の商法二六六条一項五号に基づき、二億二〇〇〇万円を支払うべきことを命じた。これについて、Y<sub>1</sub>らが、本件新株発行についての損害賠償責任について上告受理申立てをした。X は、本件自己株式処分に関する請求については上告しなかった。<sup>(28)</sup>

## 2 判旨

破棄自判。X の請求棄却。

「株価の算定に関する上記のような状況（非上場会社の株価の算定について、いかなる場合にいかなる評価手

法を用いるべきかの判断基準が確立されておらず、また、各評価手法において、幅のある判断要素が含まれること）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。」

「これを本件についてみると、〈中略〉A会計士の算定は客観的資料に基づいていたということが出来る。

A会計士は、Z社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、Z社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がわれないから、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、Y<sub>1</sub>その他の役員等による買取価格、Z社による買取価格、Y<sub>1</sub>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1500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、〈中略〉上記特別の事情に当たるといえ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「特二有利ナル発行価額」には当たらないというべきである。」

### 3 検討

#### (二) 有利発行の金銭的解決の特殊性

##### (1) 本件における紛争の実体たる富の移転の状況

有利発行は、株式価値希釈化を招くため、既存株主は株式価値低下により損失を被る。他方、新規株主(引受人)は、希釈化の反対効果として、有利払込金額で取得した株式の価値がその金額以上となり、利得する。つまり、既存株主は、事前の株式価値(公正金額)と事後の株式価値の差額だけ損失を被り(しばしば誤解があるが、公正金額と実際の払込金額〔有利金額〕との差額ではない)、新規株主は、事後の株式価値と払込金額との差額だけ利得する。これが有利発行の紛争の実体たる、既存株主から新規株主への富の移転である。富の移転であるから、既存株主の流出総額と新規株主の利得総額とは、計算上必ず一致する(概ね一致するのでも、ときにより一致するでもない)。

有利発行では会社に損害が生ずるものと構成して解決することも考えられるが、それに従って会社の損害額を計算すると、その額は、この富の移転の金額よりも必ず大きな額になる。つまり、会社の損害とされる金額は、株式価値希釈化により既存株主全体に生ずる損失額よりも大きな額となる。

原判決の認定・認容額に基づくと、本件では、富の移転の総額(＝既存株主の流出総額＋新規株主の利得総額)は七五九七万五〇〇円(以下「七六〇〇万円」)であるのに対し、会社の損害額は二億二〇〇〇万円であった。有利発行の紛争の実体が、株主間の富の移転であるならば、会社に対して損害賠償するとの解決は、紛争の実体に合致しない(次頁に示した計算過程を参照)。

- 1) 既発行株式1株当たり流出額：500円  
発行後株式価値：6500円  
 $6500円 = (\text{発行前時価総額}28\text{億円} + \text{発行総額}6000\text{万円}) \div \text{発行後株式総数}44\text{万株}$   
1株当たり流出額：500円  
 $500円 = \text{公正価値}7000円 - 6500円$
- 2) 非引受人既存株主（15万1951株）の流出総額：7597万5500円  
 $7597万5500円 = 15万1951株 \times 1株当たり流出額500円$   
（既存株主40万株のうち、 $Y_1$ 、 $Y_2$ （兩名持株24万8049株）は引受人であるから、残る既存株主は15万1951株）
- 3) 引受人7名の利得総額：7597万5500円  
新株1株当たりの利得額：5000円  
 $5000円 = \text{発行後株式価値}6500円 - \text{発行価額}1500円$   
引受人7名の利得総額：7597万5500円  
 $7597万5500円 = \text{新株}4万株 \times 5000円 - \text{旧株}24万8049株 \times 500円$   
（引受人7名のうち、 $Y_1$ 、 $Y_2$ の既保有株式24万8049株には1株当たり500円の価値流出がある。しかし兩名とも、新株でそれを上回る利得がある〔本件では、引受人相互間の移転はない〕。）

各引受人の富の移転による利得（計7597万5500円）の内訳は、次のとおり（各人が引き受けた新株での利得から、持株〔旧株〕での流出額を控除したもの）。

$Y_1$ の利得：1297万5500円

$1297万5500円 = \text{新株}2万3000株 \times 5000円 - \text{旧株}20万4049株 \times 500円$

$Y_2$ の利得：300万円

$300万円 = \text{新株}5000株 \times 5000円 - \text{旧株}4万4000株 \times 500円$

他の引受人5名の利得：6000万円

$6000万円 = \text{新株}1万2000株 \times 5000円$

(2) 会社の損害額と富の移転の総額との乖離を拡大させる要因

いかなる有利発行の事案であれ、富の移転の総額と会社の損害とされる金額とは乖離するが、具体的な事案において、その乖離を拡大させる要因が三つある。まず、最初の二つを挙げると、①払込金額の有利性の程度が大きいほど、また、

②募集株式数が既発行株式数に比較して大きいほど、乖離は拡大する。

③の要素について説明を加えておくと、たとえば、公正金額が同一の二つの会

表 2 既発行株式数の有利発行への影響

公正払込金額（事前の株式価値）10万円の会社が、100株の募集株式を払込金額8万円、5万円、1万円で発行する場合に、既発行株式数（事前の株式数）を①100株、②1000株、③10000株としたときの、既存株主全体の損失（流出額）と会社の損害額との関係（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）。

①公正金額 10万円・既発行株式数 100株・新株式数 100株 (単位：万円)

a. 払込金額	b. 発行総額	c. 会社損害額	d. 事後の株式価値	e. 既存株主全体の流出額	f. 実体との乖離 =c-e
8	800	200	9	100	100
5	500	500	7.5	250	250
1	100	900	5.5	450	450

②公正金額 10万円・既発行株式数 1000株・新株式数 100株 (単位：万円)

a. 払込金額	b. 発行総額	c. 会社損害額	d. 事後の株式価値	e. 既存株主全体の流出額	f. 実体との乖離 =c-e
8	800	200	9.8181	181.8	18.1
5	500	500	9.5454	454.5	45.4
1	100	900	9.1818	818.1	81.8

③公正金額 10万円・既発行株式数 10000株・新株式数 100株 (単位：万円)

a. 払込金額	b. 発行総額	c. 会社損害額	d. 事後の株式価値	e. 既存株主全体の流出額	f. 実体との乖離 =c-e
8	800	200	9.9801	198.0	1.9
5	500	500	9.9504	495.0	4.9
1	100	900	9.9108	891.0	8.9

既発行株式数が大きいと、会社の損害額との乖離も、希釈化の程度（株式価値の低下）も、微々たる額になるが、既存株主全体の損失額は拡大する。会社の損害構成に従うと、同額同数の有利発行は同規模の紛争としてしか認識されない（c欄を対照）が、富の移転の総額（e欄）は、既発行株式数によって異なる。

社が、同一金額の有利払込金額、同数の新株発行をしても、既発行株式数が異なれば、希釈化の影響は異なったものとなる（表2参照）。同額同数の有利発行を実施した場合でも、既発行株式数が多い会社では、富の移転の総額が大きくなり（一株当たりの希釈化額は小さくなる）、会社の損害とされる金額に近づいて、乖離は小さくなる（会社の損害額と富の移転総額と同額になることはないから、乖離がゼロになることはない）。

④①②の要素だけで考える場合（次に述べる④の要素がないと）、富の移転の総額と、会社の損害額との乖離は、一般に、（公正払込金額－発行後の株式価格）×募集株式数の計算結果に等しい。したがって、有利発

行である限り、④の要素がなくなるとも、乖離がゼロになることはない。

三つ目の要因として、④引受人が既存株主でもあった場合、富の移転の総額が下がるため、乖離が拡大する。引受人が既存株主でもある場合、当該既存株主に、稀釈化による損失はなく、むしろ利得するのみである。<sup>30)</sup>つまり、同じく既存株主であっても、引受人でもある既存株主と、そうでない既存株主とは、有利発行により受ける影響が異なる。稀釈化の不利益を受ける既存株主が減るから、これによる損失の総額は相対的に小さくなり、会社の損害額との乖離がさらに拡大する。<sup>31)</sup>

本件では、④の要素がないと、つまり、引受人と既存株主とが重なっていないければ、富の移転の総額は二億円ちょうどと計算され（旧株四〇万株×五〇〇円＝新株四万株×五〇〇円）、④④の要素だけならば、会社の損害額二億二〇〇〇万円に対して、その乖離は二〇〇〇万円に止まるものであった。公正価値七〇〇〇円に対して発行価額一五〇〇円であるから、④の要素も決して小さくないが、④の要素が乖離を縮小させる方向に作用したと見られる。しかし、④の要素が大きかった（既発行株式四〇万株のうち、 $Y_1$ ・ $Y_2$ の二名で二四万八〇四九株を保有していた）ため、実際の富の移転の総額は七六〇〇万円になった。ならば、この数字に合わせて、会社の損害額を調整できないかと考えるところだが、そうはいかない。富の移転の実体が、二億円であれ、七六〇〇万円であれ、会社の損害として解決するには、必ず二億二〇〇〇万円（＝公正価値×有利価値）×新株式数）でなければならぬ。会社の損害構成では、富の移転の実体にかかわらず、一定の金額（会社の損害とされる額）を会社に払わなければならない。富の移転を埋め合わせて既存株主の不利益を回復させることはできない。このように、本件では、④の要素が大きかったため、富の移転の総額と会社の損害額との乖離が拡大した。

まとめると、一般に、稀釈化による既存株主の損失総額（富の移転の総額）と、会社の損害額とは乖離があるが、払込金額の有利性の程度が大きい場合（④）、既発行株式数に対して募集株式数が大きい場合（④）、または、

引受人が既存株主でもある(㉔)という要素があると、その乖離は拡大する関係にある。歴史の長い会社で、それなりの規模の会社では、成長過程で新株発行を繰り返してきたであろうから、既発行株式数が大きく、㉕の要素による影響が小さいものになることが考えられる。払込金額の割引(㉖の要素)が大きくても、既発行株式数が大きければ、結果として、会社の損害額と富の移転総額との乖離は小さいものとなる。本件のZ社についてもこのことが当てはまるといえよう。しかし、本件では、㉗の要素により、実体は七六〇〇万円に止まったため、実体と会社の損害二億二〇〇〇万円との乖離が拡大した。本判決の検討には、これらの事情がその判断にどのように作用したかを考える必要がある。

(3) 本判決の直面した原審解決の違和感

ア 本件自己株式処分と本件新株発行とは、短期間のうちに、同価額(二五〇〇円)で実施されたものであり、一方の有利性を認めるのであれば、両者とも認められてもおかしくない事案であった。<sup>(32)</sup>しかし、原審・第一審判決は、本件自己株式処分については違法性を否定し、本件新株発行のみ有利性を認めて、会社の損害額を二億二〇〇〇万円とした。本件新株発行(本件自己株式処分を含まない)による稀釈化損失の総額(富の移転の総額)は七六〇〇万円であるから、二億二〇〇〇万円との乖離は小さくないはずであるが、原審・第一審裁判所が、一方で、本件自己株式処分の有利処分性を否定しつつ、実際には、自己株式処分・新株発行を通じての富の移転と会社の損害額(二億二〇〇〇万円)とを秤にかけていたと見れば(もちろん数字上は一致しないが)、両審裁判所にとって、この結論はさほど違和感のないものであったと推察される。すなわち、原審・第一審判決は、本件自己株式処分(処分株式数三万三二一七株、処分総額四九八二万五五〇〇円)・本件新株発行(発行株式数四万株、発行総額六〇〇〇

万円）をまとめて会社への損害賠償によって解決するにあたり、その落としどころとして、前者につき有利処分性を否定したと理解することができる。有利処分性を否定した理由は、自己株式処分では富の移転のおそれがないとの「理論」に基づくものであった。<sup>33)</sup>しかし、この「理論」には無理がある。<sup>34)</sup>両審裁判所としては、本来有利処分と認められてもおかしくなかった本件自己株式処分の違法性を否定することで、もつと拡大してもおかしくなかった会社の損害額を二億二〇〇〇万円に抑えたのであって、それは本件自己株式処分・新株発行を通じての落としどころとしては「一応」妥当な数字に映ったことであろう。つまり、裁判所が感覚的につかんでいた紛争の実体と、結論としての二億二〇〇〇万円という数字に、問題にしなればならないほど大きな隔たりはなかったと想像される。

これに対して、上告審では、X側が自己株式処分に關する請求部分について上告しなかったため、最高裁は、本件新株発行の有利性を単体で判断することになった。そうなると、俄然、富の移転と会社の損害額との乖離が、その輪郭は鮮明でなくとも（自覚的に計算して認識することはなかったにせよ）、大きな違和感として感じられたはずである。取締役の責任を否定した本判決の結論は、そのようなもの（七六〇〇万円の紛争を二億二〇〇〇万円の支払で解決することの妥当性を否定するもの）として理解すべきである。

ところで、本件新株発行で、その富の移転の全貌は、 $Y_1$ 、 $Y_2$ 以外の引受人も既存株主であったか否かによって大きく異なる。認定から窺われるZ社の株主構成の実情から推して、他の五名の引受人（全部または一部）も既存株主であった可能性は十分にあったように思われる。他の五名の引受人も既存株主であれば、富の移転の総額は七六〇〇万円より、さらに小さい額になり、そうであれば、会社の損害額との乖離もいっそう大きくなる。事実審でこの点の認定がなされていないこと、最高裁もまたこの点を確認させるため差し戻さなかったことは（他の引受人が本当に既存株主でなかったからかもしれないが）、いずれの裁判所も、㉔の要素が加わる場合の、会社の

損害額と紛争の実体との乖離について、認識がなかったことを物語っている。

最後の点からも、各審裁判所は一貫して、有利発行の金銭的解決の特殊性、すなわち、富の移転と会社の損害額とが乖離すること、また、引受人が既存株主でもある事案では乖離が拡大することについて、明確に認識するところがなかったことが窺われる。しかし、会社の損害を認めると紛争の実体にそぐわない解決になることは、感覚としてあったはずで、本件自己株式処分<sup>(38)</sup>の有利性も問題にされていた一・二審裁判所と、それが問題とされなかった最高裁とで、本件新株発行をめぐる結論が変わっていることは、いずれの裁判所も乖離が生ずることを認識しないまま、しかし実感に合う結論を追究した結果、各審各様の結論になったものと推察される。

なお、原審・第一審判決の本件自己株式処分の有利性を否定した判断について、もともとZ社がY<sub>1</sub>から取得したものを、再び同人に売り戻したにすぎない等の事情を考慮したとする評価がある<sup>(35)</sup>。確かに、両審の判旨は処分までの経緯を考慮する旨を述べ、なぜ考慮できるかについても明瞭でないが、特殊事情を考慮できるのは、一般に、自己株式処分では富の移転を心配する必要がないことを前提としているのであって、そうした事情であるから富の移転が起きないとしているのではない<sup>(36)</sup>。先に説明したとおり、自己株式処分では富の移転を心配する必要がないとの「理論」に基づいて、有利性を否定する構造になっているのである<sup>(37)</sup>。

#### イ 適法な株主総会決議が成立していた可能性の意義

学説では、本件では、株主間の事情から、仮に有利発行であることを示して株主総会に諮っていたとしても、特別決議が成立していた可能性があり、そうであれば、法令違反行為と会社の損害との間の因果関係を否定でき、<sup>(38)</sup> または過失がなかったことになり、<sup>(40)</sup> 取締役の責任を否定できたとする指摘がある<sup>(41)</sup>。有利発行の説明の有無にかかわらず本件発行が実施されたのであれば、およそ結果回避可能性がなかったとの指摘である。

本件では、本件発行を進める立場の取締役であり、かつその引受人でもある $Y_1$ らは、多数派を構成する株主でもあった（引受人かつ既存株主と認定されている $Y_1$ ・ $Y_2$ だけで、本件発行前既発行株式の六二%余<sup>(42)</sup>）。したがって、株主の合理的無関心からいずれにせよ株主総会決議が成立してしまう状況にあったのではない。むしろ、おそらく、説明されても特別決議が成立すべき客観的状况にあったのであり、有利発行が説明され、出席した株主がそのことを認識すれば、決議の帰趨が変わった可能性があったわけではない。この点に本件の特殊性があり、特殊性を踏まえた具体的な結果回避可能性が検討される必要がある。したがって、有利発行についての、株主の一般的認識可能性や決議の帰趨が変わっていた一般的可能性を問題にするのでは、右の指摘に<sup>(43)</sup>応えられない。本件の具体的な事実関係における結果回避可能性が検討される必要がある。しかし、具体的に見ても、結果回避可能性がなかったことにはならないように思われる。指摘のとおり、決議の帰趨は変わらなかったであろうが、説明がなかったことで、少数派の株主は、特別利害関係人が議決に加わったことによる不当決議（当時の商法二四七条一項三号、会社法八三一条一項三号に相当）<sup>(44)</sup>として争う途（当時の商法二八〇条の一〇、会社法二一〇条に相当）を断られたことになるのであって、不当決議の主張が認められていれば（四四で改めて論ずる）、差止めも認められたはずである<sup>(46)</sup>。そうであれば本件有利発行も実施されなかったはずであるから、やはり取締役の責任は阻却されないというべきである。

多数派株主が引受人でもあるという事情は、いずれにせよ特別決議が成立することの背景であると同時に、説明が適法に行われて決議が成立していたとしても、不当決議であった可能性を高める（有利発行であったことを前提にすると、 $Y_1$ らが決議の帰趨が変わらないことを強調することは、不当決議性を自認するに等しいという関係にある）。さらに、このことは、富の移転の実体と、会社への損害賠償の解決とが整合しないことにも直接的に結びついている。いずれにせよ賛成に回るはずの株主に、当該発行による損害は生じないからである。有利発行に賛成する

なら株式に減価があつても損害にはならないし、引受人であればむしろ利得する。いずれにせよ特別決議が成立するのは、引受人である株主が多数派を占めるがゆえであり、そのことは、富の移転の不利益を受ける既存株主が少数に止まることを意味し、したがって、会社の損害額との乖離が拡大するから、会社への賠償を認めると腑に落ちない結果をもたらす。本件では、この点にこそ留意しなければならない。

会社の損害構成を支持する立場の論者が、本件で結果回避可能性を問題にして取締役の責任を否定しようとするのも、多数派が実質的に支持していた総額六〇〇〇万円の新株発行で、会社に二億円超の損害賠償が認められるとの解決に、違和感を覚えるからなのではなからうか。しかし、もしこれが取締役の責任阻却事由となるのであれば、対会社責任のみならず、少数派既存株主の損失についても責任がないことになる<sup>(47)</sup>。けれども、ここで、有利発行の説明義務は、少数派株主を保護する機能を果たすものであり、その義務が履行されないうちに、少数派株主の救済までも否定するのは、それこそ腑に落ちない決着である。株主間で対立があり、多数派だけで総会決議が通つてしまうような会社の事案においてこそ、直接損害説はいっそう有用性を発揮するのである<sup>(48)</sup>。他方、こうした場合に対応できないところに会社の損害構成の問題が表れる。すなわち、説明義務違反があつても、結果回避可能性がないなら会社への賠償は認められず、少数派株主は救われなままとなり、なんとか理屈を付けて会社への賠償を認めたとしても、損害を受けているのは一部の株主なので、腑に落ちない解決となる。返す刀で直接損害説の結論まで否定するのは行きすぎである<sup>(49)</sup>。

### ウ 3 (一)(3)の小括

本判決と原審・第一審判決とで結論が変わっているように見えるが、本件自己株式処分を実質的に考慮に入れたか否かが結論を分けたと考えれば、整合的に説明できる。すなわち、原審・第一審判決は、同じ発行価額で時

期的にも近接して行われた本件自己株式処分・本件新株発行について、全体を通じての落しどころとして、前者の有利性を否定し、それにより、判決の結論である数字（二億二〇〇万円）を、両処分・発行を通じての富の移転と比較して、違和感の少ないものとするのができたと考えられる。一方、本判決は、本件新株発行単体の解決を迫られたため、紛争の実体（七六〇〇万円）と原判決の結論との乖離からくる違和感を払拭することができず、結局これを否定したのである。本件自己株式処分・本件新株発行を通じての紛争の実体を見ていた原審・第一審判決にとつて、二億二〇〇万円の賠償は、数字としては違和感のないものとなり、一方、本件新株発行単体での解決を求められた上告審にとつて、原判決の判断は全く誤った結論に感じられたことであろう。<sup>50</sup> 原審までの判断では、その請求自体は棄却されていた自己株式有利処分の主張が、本件新株発行についての二億二〇〇万円の損害という数字を支えていたのであつて、自己株式処分に関する請求部分をX側が上告しなかつた時点で、上告審での勝敗は決したのである。裁判官全員一致で破棄自判としたところからも、結論の正しさに断固たる確信を持っていたことが窺える。その結論が事案の実感（有利発行性を認めて事件処理すると腑に落ちない解決となること）と合致していたからである。

このように、本判決が、会社への損害賠償を求めるXの請求を棄却したことは、最高裁が感じたであろう事件の「素の感觸」としては、むしろ必然的な結論であつたといふことができる。そこで、次に、本判決の発行価額公正性判断基準を見ていきたい。適切な基準に基づいて結論が導かれたのであれば、ここまで本件について述べてきたことは言いがかりの陰謀論のようなものでしかない。

（1） 最三判平成二四年四月二四日・民集六六卷六号二九〇八頁は、会社法下で、公開会社（二条五号）でない株式会社で株主総会決議を欠く新株発行を無効原因とした。公開会社の有利発行では、株主総会で募集事項を決議すること

として(会社法一九九条三項、二〇一条一項)、制定前と手続が変わっているが、取締役会決議を欠いても無効原因とならないとした最二判昭和三十六年三月三十一日・民集一五卷三号六四五頁を併せ考えると、①判決の考え方が会社法下でも引き継がれるのであろう。

(2) 森本滋「新株の発行と株主の地位」法学論叢一〇四卷二号(昭和五三年)二六頁注八(以下「森本・論文」)、近藤弘二「§280ノ15」上柳克郎ほか(編)『新版注釈会社法(7)新株の発行』(昭和六二年)三五三頁、瀬谷ゆり子「新株発行をめぐる紛争の解決と無効の訴えの問題点」判例タイムズ八五九号(平成六年)六六頁(以上は会社法制定前)、吉本健一「新株発行・自己株式の処分無効事由・不存在事由」会社法の争点・ジュリスト増刊(平成二一年)八七頁、江頭憲治郎『株式会社法(第6版)』(平成二七年)七六九頁・七七二頁(以下「江頭・株式会社法」)。

(3) ただし、②事件の新株発行について、無効事由が争われた別訴(東京地八王子支判昭和三八年八月三〇日・下民一四卷八号一六七六頁)では、有利発行であったことが認定されている。

(4) ②の発行価額は、新株発行取締役会決議三日前の終値の八七・六七%、直前一か月終値平均の九一・三五%、③では、同じくそれぞれ八四・五九%、八九・八三%であった。これに対して、④では、通常低めの算定結果を導出すると考えられる評価方法に基づいて算出した金額が発行価額として採用され、それは、原判決認定の公正価額に対して二一・四二%に相当する水準であった。

(5) 本判決(④)の公正性判断基準が緩やかにすぎると批判されるものとして(以下の文献はいずれも本判決判批)、鳥山恭一・法学セミナー七二五号(平成二七年)一一九頁(以下「鳥山・上告審」)、黒沼悦郎・金融・商事判例一四七一号(平成二七年)一六頁。基準を厳格に捉えようとされるものとして、久保田安彦・商事法務二〇七一号(平成二七年)二〇頁(以下「久保田・上告審」)、一ノ澤直人・新判例解説Watch 一七号(平成二七年)一三四頁、尾形祥・判例評論六八五号(平成二七年)二六頁。差止めの事案に及ぼすべきでないと思われるものとして、増田友樹・同志社法学六七卷五号(平成二七年)五九三頁以下。

(6) 最二判昭和四八年四月六日・金融法務事情六八三号三二頁、最三判昭和五二年一〇月一日・金融法務事情八四三号二四頁。

(7) 江頭・前掲注(2)株式会社法七七六頁は、会社へも株主へも損害賠償が認められるとされる。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（以下「吉本・論文」）は、直接損害説を主張される（ただし、吉本健一「本判決判批」私法判例リマックス五二二号（平成二八年）一〇五頁（以下「吉本・上告審」））。

(8) 下級審で、株主への賠償が認められた裁判例についても、裁判所の公正価額の認定が株主側に厳格にすぎると評される事例が見られる。裁判所が、発行総額と比較して高額な賠償を認めることに躊躇を覚えるからではないのか。そうだとすれば、株主への賠償が認められた事案であっても、株主の救済が十分でない場合があった可能性がある（杉田貴洋「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―」法学研究八九巻一―宮島司教授退職記念号（平成二八年）七五頁注四三（以下「杉田・宮島退職」）、同「新株発行・自己株式処分有効性判断における取引安全の図り方と測り方」鳥山恭一ほか（編）『岸田雅雄先生古稀記念論文集・現代商事法の諸問題』（平成二八年）六二〇頁以下（以下「杉田・岸田古稀」））。

(9) もっとも、本件（アートネイチャー事件）は、当時の商法二〇四条一項但書の定款のある会社（譲渡制限株式会社）の事案で、同二八〇条の五の二第一項但書（株式ノ譲渡ニ付取締役会ノ承認ヲ要スル旨ノ定款ノ定アル場合ニ於テハ株主ハ新株ノ引受権ヲ有ス但シ株主以外ノ者ニ対シ発行スルコトヲ得ベキ株式ノ種類及数ニ付第三百四十三条ニ定ムル決議アリタルトキハ此ノ限ニ在ラス）の株主総会特別決議はあったが、同二八〇条の二第二項の求める有利発行決議がなかった事案である。同二八〇条の五の二第一項但書の総会決議と有利発行の承認決議とは制度上区別されていた（譲渡制限株式会社以外の会社で、取締役会の新株発行決議はあるが有利発行総会決議を欠く場合と平行的に考えることが、論理的に可能であった）。会社法では、有利発行を必要とする理由の説明を欠くが、募集事項についての決議は行われた場合に対応する事案ということになり、現行法に当てはめると総会決議欠缺の事案でないことになる（吉本・前掲注（7）上告審一〇四頁）。

(10) 本判決については、杉田貴洋「本判決判批」会社法判例百選（第3版）別冊ジュリスト二二一九号（平成二八年）五〇―五二頁で検討した（以下「杉田・上告審」）。

(11) 「前提」というのはここで筆者が仮に使ったものだが、不公正発行の無効事由該当性では、金銭的解決の困難性が、肯定すべき理由の一つに挙げられる（山下友信「判批・最判平成六年七月一四日」会社法判例百選（第三版）別

- 冊ジュリスト二二九号(平成二八年)二〇八―二〇九頁参照)。
- (12) 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(慶應義塾大学法学部)(平成七年)五九頁(以下「杉田・法律学研究」)、杉田・前掲注(8)宮島退職五一頁以下。
- (13) 民集六九卷一号五一頁判示事項、廣瀬孝「本判決調査官解説」ジュリスト一四八五号(平成二七年)一〇〇頁以下参照。
- (14) 本判決の判断基準は、非上場会社の有利発行判断一般に及ぶとされるものとして(以下いずれも本判決判批)、松中学・ビジネス法務一五卷八号(平成二七年)五一頁、久保田・前掲注(5)上告審二四頁、黒沼・前掲注(5)一七頁、尾形・前掲注(5)二五頁、飯田秀総・平成27年度重要判例解説・ジュリスト一四九二号(平成二八年)九八頁、奈良輝久・法の支配一八一号(平成二八年)一二七頁、金澤大祐・税務事例四八卷九号(平成二八年)六〇頁。
- (15) 会社法二二二条一項一号の責任の性質は損害賠償ではないと解される(杉田・前掲注(12)法律学研究五二頁)。争いがあることについて、小出篤「不正な出資と会社に対する支払義務」法律時報八八卷一〇号(平成二八年)一二頁以下。
- (16) 杉田・前掲注(8)宮島退職六四頁。
- (17) 杉田・前掲注(8)宮島退職五五頁以下。会社の損害構成を一般的に認めつつ、引受人が多数派既存株主である場合、少数派株主から引受人への利益移転となることを指摘されるものとして、川島いづみ「第一審判批」金融・商事判例一四一八号(平成二五年)六頁(直接損害とされる)、松井英樹「会社法429条1項における「第三者」の意義」白山法学一二号(平成二八年)一九六頁。
- (18) 杉田・前掲注(10)上告審五一頁。
- (19) 杉田・前掲注(8)宮島退職七三頁注二五。
- (20) 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)一六三頁以下(以下「田中・論文」)、小林俊明「第一審判批」ジュリスト一四五六号(平成二五年)一三〇頁、徳本穰「第一審判批」私法判例リマックス四七号(平成二五年)九一頁、田中亘「会社法」(平成二八年)五〇三頁(以下「田中・書」)。

- (21) 株主への賠償請求が争いとなった最三判平成九年九月九日・判例タイムズ九五号一四五頁(本文後掲⑨事件差戻前上告審)が含まれる。
- (22) 田中・前掲注(20)論文一六三頁以下、山下徹哉「第一審判批」平成24年度重要判例解説・ジュリスト一四五三号(平成二五年)一〇九頁(以下「山下・第一審」)、川島・前掲注(17)九一―九二頁、田中亘「原審判批」ジュリスト一四六三号(平成二六年)一〇八頁(以下「田中・原審」)。
- (23) なお、本判決はこの問題の是非に立ち入らなかったと評するものとして、久保田・前掲注(5)上告審二五頁、飯田・前掲注(14)九八頁。
- (24) ⑤(原判決)を会社の損害構成を認めたものとして扱うことは適切でない。新株発行を単体で判断したわけではなく(杉田・前掲注(8)宮島退職六三頁)、単体で判断した上告審(本判決)は結論として否定しているからである(後述三三(三)(3))。
- (25) 直接損害説を支持できないとする論者の多くも、有利発行で新規株主への富の移転が起きることを認めている。また、後述三三(二)(4)。
- (26) このことを、一〇年ほど前に指摘したが(杉田貴洋「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―八二頁)、その後の裁判例は本判決に至るまで、懸念したとおりに推移したといえよう。小出・前掲注(15)一八頁参照。
- (27) たとえば、市場価格の異常一時的な高騰のある場合について、株主は市場価格で売却できる立場にあり、会社はそれを守るため、あくまでも市場価格を基準として払込金額を決定しなければならないとする見解がある。そうした場合に、市場価格を基準としなくてよい(大阪地決昭和六二年一月二八日・判例タイムズ六七八号一七八頁等参照)のは、そのようにして形成された価格は早晚値崩れを起こし(異常一時的な高騰であるから)、市場価格より低く設定された払込金額よりも、さらに下回って下落することが見込まれるからである。すなわち、新規株主に富の移転の利得はなく、新規株主に利得が生じないことは、既存株主にも富の移転による損失はないからである(杉田貴洋「募集株式の発行等における公正な払込金額」私法六九号(平成一九年)一三〇頁(以下「杉田・私法」))。このような下落まで払込金額規程が面倒を見るといって制度ではない(現実には見極めは容易でないが、この下落は経営判

断による下落ですらない)。有利発行の問題は、稀積化作用により、新規株主が払込金額「以上」の価値の株式を手に入れ、棚ぼたの利得を得ること、その利得総額と同額の損失を既存株主が受けること、にある。これを富の移転といっているのである。払込金額「以下」に下落する場合は、稀積化による下落ではない。

(28) 資料版／商事法務三七二号一四四頁。

(29) ここでは、富の移転の総額と会社の損害額との乖離の観点から説明しているから、乖離が大きくなるか小さくなるかに焦点を当てて説明している。本文のとおり、既発行株式数が大きな会社では、乖離は小さくなる。そのこととは別に、既発行株式数が大きな会社では、一株当たりの稀積化額も小さくなる。稀積化の影響が小さなものに止まるように見えるが、富の移転の総額は逆に大きくなるから（だから会社の損害額との乖離が小さくなる）、一株当たりの稀積化額が小さいからといって、割引発行による既存株主の不利益までもが小さくなるのではなく、むしろ拡大していることが見過ごされてはならない（五4で改めて検討する）。

(30) 複数の引受人がいるケースで、事前の持株数が大きい割に、引受株数が小さい引受人があると、引受人相互間で富の移転が起きる（本件の  $Y_1 \cdot Y_2$  には起きていない）。しかし、この者は、そのことが不利益であると考えれば、それを解消するよう他の引受人と交渉することが可能であり、このこと自体は会社法の有利発行規程の射程ではない。不利発行（既存株主にとって有利な払込金額での発行）や、株主割当てでこれを引き受けない株主が損失を受けても、会社法上問題とならないことと同じことである。

(31) 既存株主かつ引受人である場合、既存株主の立場では損失を受けるが、引受人の立場では利得する。それが、正味正となることもあれば、負となることもある。負となる場合は、他の引受人にその分が移転する（前注で述べた、引受人相互間での移転）。既保有株式に生ずる減価だけを取り上げるべきでないのは、株主割当てや株式分割で、既保有株式に生ずる減価を問題にせず、同人の持株全体の価値を考えるべきことと同じことである。

(32) 山田剛志「第一審判批」判例評論六四九号（平成二五年）一九頁も、四か月の間隔で行われた自己株式処分と新株発行とで、株価算定方法を変えて、異なる結論を導いたことを疑問視される。

(33) 第一審・原審判決は、自己株式処分では、新株発行の場合と異なり、新旧株主間の富の移転のおそれがないとの理解を前提に、処分までの経緯等を考慮するとして、本件自己株式処分の有利処分性を否定したものである（杉田貴

洋「原審判批」法学研究八七巻二一頁(平成二六年)五〇一五頁(以下「杉田・原審」)。第一審・原審判決は、本件新株発行の公正価値を七〇〇〇円と示した手前、本件自己株式処分の処分価値一五〇〇円を有利価値でないとするに抵抗を感じ、自己株式処分では富の移転のおそれがないとの「理論」を持ち出してきて、違法性を否定したものと推察される。富の移転のおそれがないかのような説示について、学説は批判的である(山下・前掲注(22)第一審一一〇頁、小林・前掲注(20)一二九頁、水島治「原審判批」武蔵大学論集六一巻一・二頁(平成二五年)四頁)。

(34) 杉田・前掲注(8)宮島退職六三頁では、自己株式処分前後の状況を検討したが、これと異なり、自己株式取得と自己株式処分と同額で、公正金額(各時点の株式の時価)より安く行われる場合(本件ではいづれも一五〇〇円)、かつ、取得元株主と処分先引受人とが同一人である場合(本件ではY<sub>1</sub>)、他の株主にとって、取得前と処分後の状況は変わらない(杉田・前掲注(33)原審五二頁)。すなわち、取得元株主にとって不利な金額での自己株式取得になるため、いったん株式価値が上昇(濃縮化)するが、有利処分により再び下がり(稀釈化)、他の事情を一定とすれば、株式価値は取得前の水準に戻る。Y<sub>1</sub>からの自己株式不利取得により他の株主はいったん利得するが、同額の有利処分により、他の株主は再びその利得を吐き出し、Y<sub>1</sub>に還流する。取得前と処分後とを比較すれば、株式価値は元に戻るため、両者の間に富の移転はなかったことになる。あるいは原判決や第一審判決が考えていたのはこちらの想定であったかもしれない。しかし、この想定でも処分の前後では富の移転(稀釈化)があるのであり、有利処分規整はそれを規整するものであって、取得前との比較という事情は有利処分の是非を判断する株主総会に委ねられるべき事柄である(山下・前掲注(22)第一審一一〇頁、杉田・前掲注(33)原審五二頁)。これも有利処分手続を省略できる事情にはならない。

(35) 浜辺陽一郎・W L J判例コラム三号(平成二五年)三頁、弥永真生・ジュリスト一四五五号(平成二五年)三頁、萬澤陽子・法学教室四〇二号別冊付録判例セレクト2013「II」(平成二五年)一七頁、李艶紅・早稲田法学八九巻四号(平成二六年)二〇四頁(以上は原審判批)、吉本・前掲注(7)上告審一〇五頁。

(36) 水島・前掲注(33)三頁。

(37) 第一審判決(原判決も引用)では、経緯の特殊性から富の移転が起きないのか、富の移転が起きないから経緯を

考慮できるのか、やや循環論法的に記述されていて曖昧である(その点ではどちらとも読める)。しかし、自己株式処分と、その後に置かれた新株発行についての、公正性確保の趣旨を述べる一般論とを対比すると、前提としていた「理論」の相違が浮かび上がる(杉田・前掲注(33)原審五一頁)。新株発行においても通用する一般論は、先に記述された自己株式処分的一般論を引用する形が取られているところ、富の移転を懸念しなければならないことは、後置の新株発行の箇所でのみ述べられる。したがって、一般論として、自己株式処分では富の移転の懸念がないことを前提としていたことが窺える。あるいは、自己株式処分では、経緯によっては富の移転を懸念する必要があるとなるとの一般論が念頭にあったのかもしれない。そうだとすれば、注(35)本文の読み方も成り立つことになるが、そうだとした場合も、その「理論」の妥当性が問題となる。無理な「理論」に頼らざるをえなかったのは、有利処分性を否定しなければ、会社の損害額がさらに大きなものとなり、事案の実感に合わなくなるからである。

(38) 小林・前掲注(20)一三一頁、田中・前掲注(22)原審一〇九頁、増田健一ほか「本判決判批」アンダーソン・毛利・友常法律事務所 M&A Newsletter 2015年4月(平成二十七年)二頁。原判決第3(当裁判所の判断)2(当裁判所の判断の補足)(3)によれば、Y側もそのように主張し、同様の趣旨の学者意見書が提出されているとのことである。

(39) 増田友樹・前掲注(5)五九二頁。

(40) 大川俊「本判決判批」獨協法学九八号(平成二十七年)八五(八四)頁。

(41) 下級審裁判例にも、同様の理由付けで取締役の対会社責任を否定するものがあつた。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は、株主割当新株発行で生じた失権株を、その後、額面額で従業員に割り当てたことが、違法有利発行であるとして争われた事案であるが、特別決議を成立させるだけの数の株主がこれを承認していたとして、取締役の対会社責任を否定した。大阪地判平成十五年三月五日・判例時報一八三三号一四六頁は、役員持株会と従業員持株会を引受人とする第三者割当発行について、有利発行の理由が説明されていないものの、発行価額を明示して特別決議が成立していることから、有利発行規整の趣旨は確保されているから、有利発行決議がされたものと評価できるとし、仮に、手続上の瑕疵があるとしても、瑕疵の有無にかかわらず決議が成立していたはずであ

るから、瑕疵と損害との因果関係はないとして、取締役の対会社責任を否定した。

(42) 認定事実ではないが、原審におけるY側の主張によれば、本件新株発行にかかる株主総会決議には、全株主一名中一名（議決権数では九四・五九%）が出席し、出席株主全員の賛成により本件新株発行議案が可決された。これによると、 $Y_1$ ・ $Y_2$ の出席議決権数に対する割合は、六五・五五%になる。

(43) 株主が十分に認識した上で付議されたかどうかを問題にされるのは（山下・前掲注（22）第一審一〇頁、徳本・前掲注（20）九三頁、久保田・前掲注（5）上告審二七頁注一八）、これを一般的可能性の問題として捉えるものであろう。しかし、そこで挙げられる大阪地判平成一五年三月五日（前掲注（41））も、本件も、株主が十分認識したところで決議の帰趨は変わらなかった事案のように思われる。

(44) 小林・前掲注（20）一三一頁は、有利発行の認識があれば、差止めを申し立てる可能性があることを指摘される。久保田安彦教授より、前注の諸見解もこのことは当然の前提としてのご教示を得た。

(45) 江頭・前掲注（2）株式会社法七三四頁注七は、「引受人となる株主が議決権を行使したことにより当該特別決議が成立した場合には、理由に客観的合理性がなければ、「著しく不当な決議」（会社八三一条一項三号）として決議は取り消される可能性が高い」とされる（同旨、川島・前掲注（17）六頁、来住野究「判批・東京高判平成二六年一月二六日」速報税理三四卷一九号（平成二七年）三八頁、吉本・前掲注（7）上告審一〇四頁）。

(46) 本件では、株主総会が三月八日、払込期日が同二四日であったから、この仮定的状況においても差止めのための時間的余裕があったことになろう。しかし、仮に余裕のない事案であったとしても、この点は一般的可能性で足り、具体的に考える必要はないように思われる。具体的に考えようとしても、何日の間があれば足りるかなど決せられないからである。

(47) 李・前掲注（35）二一〇頁は、そのように主張して直接損害説の結論も否定される。なお、田中・前掲注（22）原審一〇九頁も、説明の有無で決議の結果が変わらなかった可能性を指摘した上で、説明がなされて承認決議が成立すれば、差止めにより発行を阻止することはできなくなるとの仮定的状況を指摘される。

(48) 大阪地判平成一五年三月五日（前掲注（41））につき、杉田貴洋「判批」法学研究七七卷八号（平成一六年）一四九頁。

- (49) 損害の実質は有利発行によるものであり、これを説明義務違反に対する損害賠償であつて、有利発行に対する賠償ではないというのは詭弁である。そもそも有利発行に当たると、説明を要したのである(会社法一九九条三項)。
- (50) もっとも、会社に二億二〇〇〇万円を損害賠償として払うと、それによって、Y<sub>1</sub>らの保有する株式価値も上昇する関係にある。