慶應義塾大学学術情報リポジトリ
Keio Associated Repository of Academic resouces

Title	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(下)
Sub Title	Solutions for problems that a stock company issues shares or disposes of own shares at unfair amount to be paid in and a study of Artnature Inc. case (2)
Author	杉田, 貴洋(Sugita, Takahiro)
Publisher	慶應義塾大学法学研究会
Publication year	2017
Jtitle	法學研究 : 法律・政治・社会 (Journal of law, politics, and sociology). Vol.90, No.6 (2017. 6) ,p.1- 44
JaLC DOI	
Abstract	
Notes	論説
Genre	Journal Article
URL	https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00224504-20170628-0001

慶應義塾大学学術情報リポジトリ(KOARA)に掲載されているコンテンツの著作権は、それぞれの著作者、学会または出版社/発行者に帰属し、その権利は著作権法によって保護されています。引用にあたっては、著作権法を遵守してご利用ください。

The copyrights of content available on the KeiO Associated Repository of Academic resources (KOARA) belong to the respective authors, academic societies, or publishers/issuers, and these rights are protected by the Japanese Copyright Act. When quoting the content, please follow the Japanese copyright act.

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（下）

杉田貴洋

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（一）(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（三3）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、九十巻五号）

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
六　結びにかえて
1　資本充実原則と有利発行
2　本稿の得た結論（以上、本号）

（二）発行価額公正性判断基準

(1) 序説

調査官解説によると、本判決の発行価額公正性判断基準は、「一つの理想的な「公正な価額」を算定した上でこれを現実の新株発行価額と比較するのではなく、会社側で実際に行われた新株発行価額の算定過程を検証し、その判断が客観的な資料に基づき、かつ、一応合理的な算定方法が採られているのであれば、その算定結果は原則として「特ニ有利ナル発行価額」に当たらないとする」[51]ものということである。本件でZ社（専門家A[52]）が採用した計算手法は、無配直前三期の実績配当額一五〇円が今後も継続すると仮定して、同額を一株当たりの配当金額として、これを国税庁・財産評価基本通達一八八－二所定の算式で用いられる一〇％の還元率で還元するというものであった。この計算手法の合理性をめぐっても、本判決評釈では評価が分かれている[53]。しかし、そこでいう一応の合理性が何によって決まるかこそが問われるべきで、計算手法そのものの合理性を議論しても決着しないであろう[54][55]。

払込金額規整の趣旨は、株式価値を介した新旧株主間での富の移転防止にあると解するのが、現在異論のないところであると思われ、筆者もまたそう考えるので（前述二末尾）、算定過程を検証するとの枠組みを採用するのであれば、この趣旨に照らして合目的的といえるかが検証されなければならないと考える[56]。

⑵ 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

払込金額規整の趣旨ないし公正性の意義がどのように考えられてきたか、調査官解説が挙げる九つの文献（この問題に言及のないものを除く）で確認すると、ⓐ富の移転・稀釈化防止[57]、ⓑ既存株主の経済的利益の保護[58][59]、ⓒ同等の資本的寄与[60]、ⓓ富の移転・稀釈化防止に懐疑的なもの[61]、ⓔ株主の属性に応じて決まるとの裁判例の傾向を報告するもの[62]、とに分けることができる。

払込金額規整の趣旨を稀釈化防止と理解することは、株式均一性の制度的前提から導かれることである。これに対しては、株式の不等価値性[63]（株式価値不均一）を前提にこの問題を捉えようとする流れがある[64]。規整趣旨をⓑやⓒのように説明する論者には、ⓐとの区別の自覚のないものも含まれるように思うが（前述二末尾）、株式の不等価値性を受け入れることで、稀釈化防止として説明することに疑問を感じてそれを避けてきたものも含まれると想像される[65]。しかし、株式不等価値性の前提（現実）を受け入れることと、株式均一性の「制度的前提」から導かれる株式価値稀釈化防止とは、本来次元の異なることである。株式不等価値性の前提を受け入れることが、すなわち、株式価値稀釈化防止の制度趣旨を否定することにつながるというのであれば、それは適切でないと考える。

ここでは、やはり株式不等価値性の理解から、払込金額公正性に関して提起される一つの主張を取り上げて検討する。すなわち、支配的株主と非支配的株主とでは、その者にとっての株式価値も異なるので、引受人の属性に応じて払込金額も異なって然るべきであるとする主張である[66]。ⓓの論者は、これについても肯定的な立場のようである[67]。ⓔが報告するような裁判例の傾向は、こうした理解に根ざすものであろう[68]。原審・第一審判決もまた、そうしたことを説示していた[69]。

(3)株式の不等価値性と均一性

一般に、支配的株主にとっての株式価値と非支配的株主（少数派株主）の株式価値とは異なるものであるとする考え方があり[70]、現実にもそうしたことがあることは事実として否定しえない[71]。そこで、払込金額の決定においても、引受人の属性に応じて金額を変えるべきではないかとの主張がある。

しかし、論者自身が述べるように[72]、そのことが問題にされてきたのは、たとえば、譲渡制限株式の売買価格の決定、すなわち、会社外で行われる株式売買の価格決定の文脈においてである。会社自身が一方の当事者となる局面である新株発行の払込金額の決定では、株主間の富の移転が起こりうる点で、会社外の株式取引における評価とは、考慮要素が異なる。会社外で行われる株式売買では、安い価格で取引が行われると、売った立場の者は相対的に不利であり、買った立場の者は有利になるという関係になる。しかし、他の株主をも巻き込んで株式価値の移転を招く払込金額決定の場面と異なり、会社外の売買取引がいかに低額で行われようとも[73]、その有利・不利は売買当事者間に止まるものである。稀釈化によって他の株主の利益をも巻き込むことになる払込金額決定の場面とは根本的に法状況が異なる[74]。客観的に一株一〇〇〇円の価値の株式があるとして、それをある株主が会社以外の者に一株一〇〇円で売ろうと一〇〇〇〇円で売ろうと、株式価値に稀釈化や濃縮化が起きるわけではない。会社外の売買価格の決定では、どれほど低額でも他の株主に直接的な影響が及ぶことはないから、低額であること自体は会社法上問題とならないのであり[75]、ただ、状況に応じて売買当事者の衡平性への配慮が必要とされる場合もあろうが、そのこと自体は法の一般理念（民法九〇条）の要請によるものである[76]。

これに対して、払込金額決定において相対的に安い金額が採用されれば（たとえば、配当額が抑制的な会社において実績配当額を還元するなど、内部留保が反映されないような評価方法を用いる場合）、自然現象的に株式価値が稀

釈化され、株主間で富の移転を生ずる。それを防止するのが払込金額規整である。右の見解によると、非支配株主をこの場面だけ優遇すべきことになるが、そうすべき特別な理由は見出しがたい（優遇とは、安く買えることではなく、富の移転により払込金額以上の価値の株式を手に入れること）。少数派株主は持株を売却する場合にも相対的に低い価格でしか売却できない現実があるから、少数派株主が募集株式を引き受ける場合には低い金額を認める方が衡平に適うようであるが、第三者割当ての方法で相対的に低い金額で引き受けることを認めるべきというよりも、新株発行が必要なのであれば、非公開的会社では、株主割当ての方法を選択して低い金額で発行するのが筋であって[77]、第三者割当てで、しかも低い金額を認めるべきということ自体が既に特殊な想定というべきである。

第三者割当ての払込金額の問題としては、引受人の属性にかかわらず、稀釈化防止の趣旨から原則どおりに考えるほかはなく、例外的に割引発行が必要なのであれば、それは株主総会の判断に委ねるべきことになる。そうすると、ここで、払込金額公正性の判断は、マイノリティ・ディスカウントを含まない（ディスカウントしない）金額が、株式均一性の制度的前提に沿う金額ということになろう。

上場会社では、一般に市場価格に基づいて公正性を判断する（②③判決参照）ところ、市場価格はマイノリティ・ディスカウントを含む価格であるといわれるから[78]、平仄が合わないことになる。しかし、これは、非上場会社では富の移転の有無は計算上把握されるものであるのに対して、上場会社では原則として市場価格によって現実に生じた富の移転を測定するという、認識方法の相違からくるものであって、別段奇異なことではない。上場会社では、マイノリティ・ディスカウント含みの市場価格が基準とされるから、非上場会社でも同じように考えるべきだというと、本判決はこれに平仄を合わせたのだということにもなりうる。上場会社において通用したことを、そのまま非上場会社の場合に類推することが適切でない例というべきであろう。むしろ、富の移転によ

る既存株主の不利益回避で一貫させるべきで、そうすると、右のような理解になる。

このように考えると、平成一四年一二月にY_1が自らの持株について一五〇〇円で購入を募ったがほとんど希望者が現れなかったという事情は[79]、非上場会社であるZ社においては、特に重視すべき事情には当たらないことになろう[80]。

ⓔの報告するような裁判例の傾向は、会社が一方の当事者となる新株発行の場合と、他の場合との法状況の相違を無視して、専ら株式評価の問題としてしか考えないことから生じた結果と考えられる。

逆に、会社外の売買における評価でも、マイノリティー・ディスカウントを含まない金額を標準とすべきことが主張されることがあるが、そこにおける評価と、会社が一方の当事者となる局面におけるそれとは、置かれている法状況が異なるのであり、同じ結論になるからといって、同じ構造のものとして説明することは適切とはいえない[81]。両者を区別して説明すべきことは、新株予約権の評価では稀釈化分を考慮する必要があるのに対して、第三者の引き受ける株式オプションの評価ではその必要がない[82]のと同じ理由によるものである。

公正金額は一点の金額ではなくして、幅のあるものと理解される場合がある（後述三3（三）(3)）。公正金額に幅があると捉える場合には、富の移転の様子も幅のあるものとして捉えられることになろう。いずれにせよ、株式不等価値性の前提、あるいはそうした現実があることを受け入れることと、株式均一性の制度的前提に基づく払込金額規整の理解とは、次元の異なるものであって、前者の前提を受け入れたからといって、後者の制度的前提が変わるものではない。株式不等価値性の前提を強調して払込金額規整を考える立場が、その趣旨を稀釈化防止でないと主張するものだとすると、この主張は、右のことを区別しないまま、稀釈化による富の移転が起きるような事案にまで、株式不等価値性の前提を押しつけるものということになる。本件の一五〇〇円の発行価額は、稀釈化が問題となりうる水準だったのであって、株式不等価値性の前提を受け入れることによって規整趣旨を見

誤ってはならない。

(4)払込金額規整の趣旨についての現在の学説の状況

先に挙げた五つの分類、すなわち、ⓐ富の移転・稀釈化防止、ⓑ既存株主の経済的利益の保護、ⓒ同等の資本的寄与、ⓓ富の移転・稀釈化防止に懐疑的なもの、ⓔ株主の属性に応じて決まるとの裁判例の傾向、において、従来、ⓐと、ⓑまたはⓒの区別は十分な認識がなかったように思われる。ⓓも、疑問を表明するものの、稀釈化防止に正面から反対するものではなかった。右の九文献では、富の移転防止を明確に述べるものはⓐに分類されるものだけであった。しかし、学説全体を見渡しても、正面からこれを否定する学説が存在して争いになっていたわけではない[83]。第一審から本判決に至る本件に関する三十余編の評釈・解説（筆者が確認しえたもの）のうちこの点に言及のある一一点について、試みに右の五分類に当てはめると、ⓐ四点[84]、ⓑ七点[85]、ⓒⓓおよびⓔ該当なし、となる。そしてまた、本件第一審・原審とも、自己株式処分については否定したものの、新株発行については富の移転防止が規整趣旨であることを述べていた。ⓐと、ⓑまたはⓒの区別が十分に了知されていないとはいえ、今日、この規整の趣旨が富の移転防止にあることは、多くの論者が認めるところであり[86]、少なくともこれを明確に否定するものは見当たらない。

(5)本判決の公正性判断基準

払込金額規整の趣旨が、新旧株主間の富の移転防止にあることは、今日ほとんど異論を見ないといってよいと思われるが、本判決は、本件発行価額の有利発行性の検討においてこの点に触れるところがない。

Z社が本件発行のため依拠した株式評価の計算手法は、実績配当額に基づいて評価額を求めるものであり、内

部留保が反映されないことから相対的に低めの評価額が導かれる可能性のある手法である。[87][88] そして、一五〇〇円という評価額は、Z社の退職者が保有していた株式を、Y_1が買い取るなどした際の価格と同額であったというのであるから、むしろ低めの評価額であることを怪しむべきところ、[89][90] 反対に、本判決はその事実を取引先例として参照しうる事情として扱っている。退職者株式の引取価格には相対的に低めの価格が用いられることがあることについて、本判決が直接的に否定する事情を指摘しているわけでもないことからすると、そうしたことがありうることを知らなかったか、知っていて怪しむところがなかったか、いずれかであろう。しかし、第一審判決は、こうした価格は参考にできないことを指摘し、原判決もこれを異論なく引用していたのであるから、知らなかったでは通らない。既述のように、会社外で行われる株式売買と異なり、第三者割当ての発行価額が低額に決定されれば、既存株主に富の移転の不利益を与える。退職者株式の引取価格の特殊性を知っていて怪しむところがなかったのだとすると、本判決は、会社外の株式売買における株式評価と、発行価額決定のための評価とを区別しないものということになる。これは、つまるところ、発行価額規整の趣旨や公正性の意義を、裁判所が十分に認識していなかったことを意味する。株式評価論に専ら紙幅を割き、発行価額規整の趣旨に言及がないことは、この推測を補完する。本判決の公正性判断基準は、このことの自覚がないまま、事案の実感（前述三 3（一）(3)）に合った結論が得られる基準として導かれたものと考えられる。百歩譲って、算定結果としての一五〇〇円の発行価額の有利性になお異論がありうるとしても、[91] 退職者株式の引取価格と同じ価格が発行価額として採用されようというときに、そのことがアラートされない基準というのは問題があろう。[92][93] 本判決の判断基準をそのまま一般化することは危険なことといわなければならない。

(三) 公正性の判断枠組みと取締役の予測可能性

(1)序説

調査官解説によると[94]、裁判所が有利発行該当性を審査する判断枠組みには、(a)「何か一つの「公正な価額」というものが本来あるべき姿として存在することを前提に、これを探求し、これと現実の新株発行価額を比較するという手法」と、(b)「実際に会社が行った発行価額決定の判断を前提として、これが客観的資料に基づいて一応合理的な算定方法が採られていれば、「特ニ有利ナル発行価額」や「著シク不公正ナル発行価額」に当たらないという判断手法」とがあり、(a)の手法では、取締役らの「予測可能性」を害することとなり、相当でないとする。しかし、この二分類自体が既に誤導的なように思われる。取締役の予測可能性に配慮することの是非についてもここで検討する。

(2)取締役責任に関する裁判例と公正性の判断枠組み

有利発行の取締役の責任について、これまで知られている下級審判例で、株主への直接責任を肯定した裁判例には、次の五件がある。

⑧東京地判昭和五六年六月一二日・下民集三二巻五＝八号七八三頁

⑨大阪高判平成一一年六月一七日・判例時報一七一七号一四四頁（その原審：京都地判平成四年八月五日・判例時報一四四〇号一二九頁）

⑩東京地判平成四年九月一日・判例時報一四六三号一五四頁

⑪千葉地判平成八年八月二八日・判例時報一五九一号一一三頁[95]

⑫東京地判平成二四年二月七日（判例集未登載）

取締役の会社に対する責任を肯定した裁判例には、⑦東京地判平成一二年七月二七日、および本判決の⑥原審

（⑤第一審）の二件があり、取締役の責任を肯定した裁判例は、全部で七件ある。

七件のうち、⑧⑩は額面株式の額面額を発行価額とした事案、⑨⑫は被告側が発行価額の有利性を認識していた事案であるので、それを除くと、取締役の予測可能性との関係で問題となりそうな事案は、⑪⑦⑥（⑤）の三件に絞られる[96]。このうち、⑪⑦は、取締役側から、発行決議前、専門家の鑑定意見に従って発行価額を決定した旨の主張があったが、裁判所は、特にその点には触れずに、別途公正価額を示して、有利発行と認定している。実際には事前に専門家の意見など取っていなかったというのであれば、そのことが認定事実に反映されるはずであることからすると、一見、⑪⑦判決は、裁判所の独自算定によって会社側採用の価額を退け、取締役の予測に反して責任を認めた例であるように見える。しかし、⑦そして⑥（⑤）の各判決は、会社側主張の算定方式が適切でないことを説明しつつ裁判所の算定結果を示すもので、いきなり、裁判所独自の算定数値を、会社が決定した発行価額に突合して結論を導いていたわけではない。また、⑪は、会社側株式評価の不当性について特に立ち入った審査をしていないが、同事案は、支配権争奪局面の事案で、裁判所も、当該発行を、支配権侵奪を目的とした不公正発行と認め、そこに至る様々な違法・無効な手続を認定しており、また、株価を算定したとされる税理士も、被告取締役側に持株比率を変える増資の必要を助言したその人である。価額の不当性を改めて説示するまでもない事案だったといえそうである。

本判決の判断枠組みへの批判として、一応合理性基準に抵触する事案では、裁判所が改めて評価額を算定して審査することになるので、一回で済むはずの審査が二段階になり、基準としての有用性を欠くとするものがある[97]。しかし、⑪は事案の特殊性を見なければならない事案であり、また、⑦⑥（⑤）も、会社側の算定過程に一顧も与えずに結論を導いていたわけではない。裁判所は、かねてから、会社側の算定過程を吟味しつつ結論を導く真摯な姿勢を示してきたのであり、この点において枠組みの相違はない。この批判は当たらないといえそうである。

このように、前記「二分類」が誤導的なのである。むしろ、問題は、「審査を原則として行わない」[98]とも受け取れる一応合理性基準にあるというべきである。[99]

(3)取締役の予測可能性・取締役を免責しうる事情

「何か一つの「公正な価額」」という表現もまた、誤導的である。この表現の含意するところは、裁判所が提示する「公正な価額」は、何々円という、幅のない一点だけを指すもので、融通の利かない金額ということのように思われる（少なくとも読み手にそう思わせる効果がある）[100]。

しかし、発行差止めに関する裁判例では、公正価額自体に幅を認め[101]、あるいは「特ニ有利」の解釈によって幅よりもさらに下回る金額であっても[102]、有利性を否定し、会社側に有利[103]な解決をしてきた。取締役の責任の判断においても、公正な価額は下限として提示され（原判決は表現の上でもこのことを明確にしていた）、その下限にすら到達しないときに取締役の責任を肯定してきたのであって、そこにもやはり幅はあったというべきであろう。下限として示されるから、それを下回る金額で発行しようとした取締役側から見れば、一点の、融通の利かない金額のように見えるだけである。また、最終的に責任額を算定する際に、一点の金額に基づいて計算されるのは事柄の性質上当然のことである。

このように見てくると、従来の裁判例も、発行価額公正性判断の際、取締役の置かれた状況にも一定の配慮をしてきたのであって、取締役を一方的に不利にするような判断をしてきたのではない。むしろ、一部の判断では、価額公正性判断に本来含まれるべきでない要素が混入したものもあったように思われる。

本件発行が有利発行だったとすれば、株主はそれと気づく機会を与えられないまま株式価値の一部を失ったことになる。有利発行防止は既存株主保護のためであるから、ここで取締役の「予測可能性」のような表現を用い

ること自体適切でない。[104] 本件では、取締役であるY1らは、引受人として利得しうる立場にあったことを思えば、なおさら適切でない。取締役に損害賠償させることが酷だといわんばかりであるが、それは違法有利発行を無効事由としないこととした結果でもあり、救済されない株主こそ、まさしく救いがない。無効事由としないことは最高裁自身が①判決以来繰り返してきたところであるから、ここで取締役の「予測可能性」を慮るというのは自家撞着であり、株主から見れば二重の意味で無責任である。もとより、無過失とされて取締役の責任が否定される場合のあることを否定しないし、[105] 無効事由とする解釈を前提にしても提訴期間（会社法八二八条一項二号三号）を徒過すれば救済は損害賠償によるしかないが、この局面でこのような表現を裁判所が使うことは、これを無効事由としないことの前提（そこには会社への損害賠償によって解決できるとの解釈も含まれる）[106]が、期待どおりに機能していないことの証左といえよう。

これに関しては、経営判断原則との関連を指摘し、積極的に評価する向きもある。[107] しかし、経営判断原則は、一般に、事業上の判断に冒険は不可避であるところ、取締役の冒険心を萎縮させてはかえって株主の利益にもならないから、後知恵の評価を戒めるものだと説明される。[108] 取締役のする判断が全て経営判断原則の問題になるのではない。何にいくら資金を振り向け、不足する資金をどのようにして調達するかは、確かに経営判断の問題であろうが、払込金額の決定は、それ自体（払込金額の水準）が企業価値や効率性を左右するものではない。[109] 払込金額の決定で冒険されては、迷惑するのは株主である。また、本件では、取締役であるY1らは、引受人として利得しうる立場でもあった。後知恵による批難は戒めるべきとしても、払込金額の決定過程を経営判断原則適用の一場面と考えるのは適切でない。[110]

専門家の意見を信頼したことについて、取締役に信頼の抗弁が認められる場合のあることを指摘するものもある。[111][112] しかし、本件新株発行に限っていえば、信頼の抗弁を持ち出すことは適切でない。A会計士は、自己株式処

分のための株式評価を依頼され、それに答えたのであって、本件新株発行に用いられることを前提として報告したわけではない。取締役も、A報告を本件発行についての評価として信頼したのではなく、四か月後の本件発行においても通用する（流用できる）と考えて、これを参照したのであるから、A報告への「信頼」を理由に、本件新株発行について抗弁することはできない。通用すると考えたのは取締役自身であり、そこにAの助言があったわけではない。四か月前の自己株式処分のための株式評価としてA報告に信頼が成立したとしても、その後の新株発行においてもこれが通用すると取締役が考えることで、信頼が「架橋」されるものではない。したがって、その後の発行でも通用すると考えたこと自体の是非が問われるのであって[113]、仮に無過失を認めるべき事情があるとしても、信頼の抗弁によるものではない。

悪意・重過失を要件とする会社法四二九条一項や、一般不法行為（民法七〇九条）に解決を委ねる直接損害説の結論を危惧する向きもある[114]。しかし、払込金額規整の趣旨が株式価値を介した富の移転防止にあることからすると、ここで取締役の裁量はそれほど広いものではない。助言する専門家も、このことを踏まえた助言をしなければならない。むしろ、従来、この趣旨を忘れて、取締役の裁量を当為よりも広げて理解してきた嫌いがないか危惧するものである。筆者は、本件新株発行に関する本判決や、本件自己株式処分に関するA会計士の助言、原審・第一審判決はまさしくその例だと考える。

（四）本判決の検討（三3）の小括

本件発行価額の有利性を否定するために用いられた本判決の判断基準は、本事案にのみ通用する事例判断として理解すべきだというのが、筆者の本判決に対する評価である。それは、最高裁が、原判決の示した賠償額（二億二〇〇〇万円）が、本件有利発行の富の移転の実体（七六〇〇万円）にそぐわないことに、（手を動かして実際に

計算することはなかったにせよ）違和感を覚えたはずだと想像するからである。想像では根拠にならないと叱られるかもしれないが、老練の最高裁判事が、こうした事案の実体に無頓着であったとは、筆者には到底思えない。実体に照らせば、請求（会社への賠償）を棄却した判断は適切であったといえる（もっとも、会社の損害構成自体が否定されれば、損害構成を変更して再度争うこともできたはずであることを考えると、金額の有利性を否定するのは、その途を事実上断つことを意味し、救済されるべき株主が救済されないままに終わったのであって、裁判所の責任は重大である）。

事例判断とする見方に対しては異論もあろう。本判決は公正性判断基準を提示し、正面から事案に切り込んでいったとする方が、判決文の素直な読み方のようである[115]。しかし、正面から、というのであれば、これほど紛争の実体と離れた請求がなされているのであるから、会社の損害として処理することの是非をこそ問題とすべきであった。金銭賠償に関する学説が対立するなか、利益状況の構造的特徴を一般的抽象的に把握することは困難であったと思われるが、具体的な数字を丁寧に追って吟味すれば、自ずと結論は導かれたはずである。有利発行の金銭的解決に関する構造的把握が放棄されているにもかかわらず、事案に対して解決が適切であったのは、偶然のことではなく、いわば「意図せざる事例判断」であったというのが本稿の見立てである。

とはいえ、そのことの自覚がないとすれば極めて危険である。本判決は、形式的には場合判決とされ[116]、今後、他の事件解決に参照される可能性は高い。しかし、株主への直接賠償では、紛争の実体と請求とが齟齬することはないから、本判決の公正性判断基準が一般化されてそちらへ及べば[117]、事件解決を誤ることになる。差止めその他の場面に及ぼす場合も同様である。

四　有利発行の株主総会決議の意義

1　序説

学説には、有利発行の株主総会決議の意義に疑問を提起するものがある。[118] 有利発行の是非を問う株主総会は、本来行われるべきでない非合理的な新株有利発行（調達資金の運用によって割引を上回る十分な利益が期待できないか、株主の許容範囲を超えてリスクが高い場合）を阻止するための機会であるはずなのに、株主の合理的無関心から、とりわけ大株主が存在しない会社では発行阻止の動機を持った株主が存在しないため、決議が成立してしまうと分析した上で、有利発行に株主総会決議を求める制度設計そのものに疑問があるとする。そこで、有利発行の株主総会決議をどのように位置づけるべきかについて、考えてみたい。

2　有利発行の株主総会決議の意義

まず、公正金額からの割引を上回るリターンを期待しえない投資を目的とする資金調達のための新株有利発行の阻止は、株主が反対する動機にはなるが、それ自体が有利発行決議を要求する制度趣旨であるというなら、反対せざるをえない。不合理な新株発行阻止自体は会社のガバナンスの問題であり、迂遠なようだが、株式価値を通じた軌道修正に期待するしかない。結果としてそのように機能することがあっても、それが制度趣旨ではない。新株発行そのものが合理的かどうかは、調達資金の使途の問題であって、それがいくらの払込金額で集められたかに関わらない。有利発行規整の趣旨は、専ら株主間の衡平性確保にある。[119]

むしろ、この制度が意味を持つのは、合理的な資金調達であるが、払込金額の設定が適切でないために株主総会で否決される場合であろう（正のシナジーをもたらす合併が、合併比率が適切でないとして株主総会で否決される場

合に相当する）。これが、有利発行規整が既存株主保護機能を果たすことが期待される典型的場面である。つまり、資金調達の内容（調達資金の使途）が合理的であるかどうかにかかわらず、有利払込金額による富の移転防止が、有利発行規整の趣旨であり、有利発行を承認する決議は、富の移転による不利益を株主が了承する手続である。手続を経れば有利発行も実施可能となるのであり、富の移転を禁圧する制度でも、株主総会に資金調達の合理性を判断させる制度でもない。

また、この制度を所論のように理解すると、結果として株式価値が上昇する場合は、有利発行決議を経なくとも構わないとの理解につながりかねない[120]。しかし、払込金額の設定によって、既存株主が得られる正の値も異なってくるのであって、その判断を株主に諮る意味がある。その「加減」を株主自身が関わって決められる制度設計となっているのである。

上場会社の場合を例にすると、新株発行が行われようとするとき、新株発行の効力発生前に、そのプロジェクトや提携の見込みを織り込んで株価が形成されていく。これによって株価が上昇した場合、折り込み後の株価に基づいて払込金額を決めなければ、良し悪しはいったん措くとして、その新たな株価を標準として、富の移転を生ずることになる[121]。上昇前の株価を基準として払込金額を決めると、引受人への富の移転を生ずることになり、それはとりもなおさず、発行前の経営判断の結果を、その時点ではまだ株主でなかった新規株主が享受することを意味する。有利発行規整は、それを全面的に禁止する制度ではない。そのような形で引受人側に富を移転させるには、既存株主をメンバーとする株主総会の了承を要することとするものである[122]。当該第三者が引受けてくれたことで、資金調達が実現し、あるいは、不振企業が救われるということがあるからである。経営判断時点の株主に帰属すべき利益の扱いを、当該株主に委ねるのである。

このような制度設計とすることで、株式引受条件をめぐる相手先との交渉において、取締役に交渉力を与える

ことができる。[123] 初めから取締役にその裁量があって、折り込み前（上昇前）の株式価値でも有利発行にならないというのでは、発行会社側に交渉の余地などなく、結論は先に決まっていることになる。[124] 提携のための第三者割当ての場合、シナジー配分の問題は、払込金額公正性の解釈の問題のようにいわれることがあるが、そのように解しても、配分の是非について拠るべき基準がなく、解釈者の独善に陥ることになりかねない。ここで、配分は、株主と引受人の、判断と駆け引きに委ねられているのであり、その駆け引きを株主側の立場に立って現場で担うのが取締役の役割である。上昇前の株式価値に基づいて払込金額を決めても有利発行に該当せず、株主総会決議も要しないとの解釈では、取締役に交渉の後ろ盾となるものが何も与えられないことになる。あるいは、取締役が、対抗者となる第二、第三の引受人を見出すことで、引受人と交渉することを想定するのかもしれないが、その前に、ここで交渉の実質的当事者は株主と引受人なのであるから、まずは両者を対置させる解釈であるべきである。他人が先んじて公正性を決める問題ではなく、当人が、加減まで、決められるよう配慮された制度設計となっているのであって、その結果としてシナジーが配分されるのである。[125]

3　有利発行規整と昭和五六年改正

次に、留意しなければならないのは、繰り返しになるが、有利発行の問題の核心は既存株主から引受人への富の移転にあるから、既存株主のうちに当該有利発行の引受人となる者があれば、その者は発行により富の移転の利益に与る立場にあるという点である。これは、昭和五六年改正前、特別利害関係ある株主の株主総会における議決権行使は禁じられていたところ（同改正前商法二三九条五項）、同改正で行使できることとなって以降、生じた事態である。[126] 改正後は、株主総会決議取消の問題として対処すべきこととなった（同改正商法二四七条一項三号、会社法八三一条一項三号）。それ以前は、引受人である既存株主の議決権行使を排除した株主総会での承認を要す

るというのが当時の解釈であった[127]。昭和四一年改正後の有利発行規整にとって、この五六年改正は重大な意味を持ったというべきである。

すなわち、本件（アートネイチャー事件）のように[128]、有利発行の特別決議を多数派株主で十分通すことができたという場合、他の株主は決議の帰趨について初めから諦めるよりない（前述三3（一）(3)イ）。引受人として利得する立場の株主が多数を占める株主総会に、有利発行阻止を期待するのはそもそも無理な話である[129]。しかしだからといって、一般にこの株主総会決議が無意味で、取締役会の判断に全く委ねてしまってよいということにはならないように思われる。確かに、その判断が取締役会に委ねられることになれば、取締役会の議決では、特別利害関係ある者の議決権行使は制限される（会社法三六九条二項）から、新株を引き受ける予定の取締役はこれに加わることができず、それ以外の取締役の判断（同一項）に委ねられることになる[130]。しかしそれでも、一般に取締役は多数派株主に支持されて選任される（同三四二条対照）ものであることを考えると、引受人でもある株主が多数派を占める株主総会に委ねるのと、少数派株主保護にとって、利益相反性回避の観点から、制度としてどちらが、より優るかは俄に判じがたい[131]。

有利発行の違法性が問題となるケースの多くは、やはり、引受人たる既存株主が多数派であっても、なお特別決議を通すことが難しい場合に、取締役（多数派株主）がその手続を回避しようとするから問題となるのであろう[132]。他方、有利発行の特別決議を経た場合でも、少数派株主には、なお不当決議（会社法八三一条一項三号）として争う途が残されていること、それを理由とする新株発行の差止め（会社法二一〇条）[133]も認められることは、十分に意味があるといえよう。

4　決議の不当性

不当決議性の解釈が問題になる。[134] たとえば、多数派にのみ事実上の利益配当をすることは株主平等原則に反して無効だといわれる（最三判昭和四五年一一月二四日・民集二四巻一二号一九六三頁参照）。本件（アートネイチャー事件）のように、引受人が既存株主でもある有利発行では、会社からではなく、少数派の既存株主から、引受人である既存株主に直接的に株式価値が移転するのであって、少数派株主からすれば、理不尽な結果は同等、あるいはそれ以上といえそうである。会社財産が減少するのではないが、株主間の衡平性を害するという意味では、より直接的である。ここで、不当性をあまり（多数派にとって）緩やかに解するのは、昭和五六年改正前の制度と比較しても断絶が大きすぎるように思われる。それが五六年改正の趣旨だと切り捨てることは簡単であるが、状況に応じた解釈を検討する必要があるのではなかろうか。

既存株主が引受人とならない第三者割当有利発行では、この問題はないから、右のように運用したからといって、第三者割当有利発行が一般的に実施しづらくなるわけでもない。むしろ、現行法は、引受人が多数派株主である有利発行が突出して実施しやすい構造となっている。このことを踏まえた解釈が求められているといえよう。不当性を（多数派にとって）厳格に運用するのであれば、立法を俟たずとも、制度は間断なく機能することになるであろう（それが最良の制度かどうかはともかく、右の構造的問題を埋め合わせるものとして作用する）。第三者割当有利発行を多数派株主の既得権とするような解釈は是正される必要がある。そもそも、有利発行は、既存株主から引受人に富の移転を生じ、同人に棚ぼたの利得を許すものであって、一般に既存株主から抵抗があるのは、事柄の性質上当然のことであり、有利発行、あるいは有利発行の可能性のある第三者割当てが実施しづらくなることを問題にする立場があるとすれば、その立場こそ問題である。[135] 裁判所には、不当性を慎重に見極めることが求められる。

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

有利発行は、過剰に発行されてしまった株式を、引受人が会社に返却する（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）ことでも解決可能である[136]。株式の過剰発行を解消して、株式価値を発行前の水準に回復（濃縮化）するのである[137]。この方法によれば、責任を問われた取締役や引受人は、既存株主に対しても、会社に対しても、金銭を支払う必要はなくなる。事案にもよるが、有利発行の金銭的解決が認められた裁判例を見ると、発行総額を超過するような、莫大ともいえる金額の請求が認容された例がある（前掲〔九十巻五号〕表1参照）。そのような金額を支払うくらいであれば、株式を返却して済めば、それを選ぶケースも出てくるであろう。一般に、募集株式数－発行（処分）総額÷公正払込金額の計算結果（＝会社の損害額÷公正払込金額）に相当する数の株式を返却すれば、有利発行による富の移転が解消するはずである。

ところで、米国デラウエア州判例（Southern Peru 判決[138]）では、有利発行の責任が代表訴訟により争われ、当然に会社に損害が発生するものとして処理されているとの指摘がある[139]。すなわち、Southern Peru 社（以下、S社）が、G社からG社の有するM社株式を取得するため、S社が新たに発行する株式を対価としてM社株式を取得した取引において、後に、株式価値の見積もりが不適切であったとして、G社やS社取締役の、S社に対する損害賠償責任が追及され、請求が認められた事件である。彼の国では、こうした処理がされていることをどう説明すればよいであろうか。

2　検討

Southern Peru 判決では、最後に、G社が株式を返却することによっても解決可能であることが、書き添えられていることに注目すべきである。すなわち、金銭賠償か株式返却か、最終的にいずれの方法で解決を図るかは当事者に委ねる形がとられており、損害論は、株式返却によっても解決できることを前提に述べられている。その前提なしに、損害論を述べるのとは、意味が異なるように思われる。

筆者は、有利発行の解決として、関係者が、任意に、会社の損害構成に従って、会社に対して所定の金額の金銭を支払って解決することを、否定する理由はないと考えている[140]。計算上は、確かに、それでも既存株主の損失は回復するからである。問題なのは、選択の余地なく、裁判所が会社への金銭賠償を強制することである。日本のこれまでの裁判例では、裁判所自身が、選択の余地なくその結論を課すことはおかしいと感じるから、同構成に基づく請求を、結論として否定してきたのだろう（前述二）。各事案の解決としては賢明なことであった。しかし、それは金銭賠償だけを前提とした場合のことであって、客観的には有利発行であったのに、既存株主が救済されない結果となったものがあったはずである。これに対して、当事者の選択に従って、金銭支払に代えて、株式返却でも解決できることが前提とされれば、会社の損害として構成することの不合理性は解消される。

最終的に株式返却により解決するには、引受人と会社との間で、無償での自己株式取得に合意する必要がある。判決文に株式返却でも解決可能であることが書き添えられることにより、引受人が株式返却を望んだ場合、会社側もこれを拒むことができないことになろう。判決文に代替的な解決方法を書き添えるというのは、これが書かれることによって、会社側は引受人側の株式返却の申し入れを拒めなくなる（承諾義務）という意味があると考えられる。そうであれば、これは、会社への損害賠償の不合理性を解消する機能を果たしていて、金銭賠償を認める結論とは切り離せない関係と見るべきことになる。引受人が望んでも、会社側が応じないことが認められるとすると、責任を負う者は、判決文に従って、会社の損害とされる金額を支払わなければならず、そうなれば、

事案の実体とは離れた金額を支払うべきことになる。しかし、判決文に株式返却でも解決可能であることが書き添えられることにより、引受人が株式返却を望めば、会社側もこれを拒むことができないことになる。したがって、引受人側さえ株式返却の解決を望めば、金銭を支払う必要はなく、前述の数の株式を返却することで、株式の過剰発行は解消され、株式価値も発行前の水準に回復することになる。判決文に書き添えることで、責任を負う側の選択で、金銭賠償とすることも株式返却とすることも認められることになり、金銭賠償を単独で認める場合の不合理性を解消し、なおかつ、株式を返却しなければ金銭を支払うしかないから、金銭支払を命ずる部分が、株式返却への威嚇としての機能を果たすことになるものと推察される[141]。金銭支払を命ずる部分と、株式返却でも解決できるとする部分とが、互いを補完する関係になっているのである。また、この行き方では、有利発行は第一次的には会社の損害構成で処理すべきことになるので、代表訴訟制度を用いることが可能となり、解決の合理性を確保することにもなる[142][143]。

この場合、会社の損害を認めることについて、政策的・便宜的に会社の損害構成を認めるものと受け止めるか、理論上も会社に損害が生じるものとして理解するかは、議論の余地があることになろう。

3　日本法への導入の可否

Southern Peru 判決のような事件処理を、わが国にも取り入れることが可能であろうか。残念ながら、これについては否定的に解さざるをえない。日本法の下では、代替的な解決方法を判決文に書き添えるなどということは許されないであろう。

実質的には株式返却の趣旨で、そのことは書き添えずに、敢えて会社への金銭賠償を認めることはどうか。これも、有利発行の金銭的解決について、会社の損害発生を否定する限り、認めることはできないと考える。先述

のように、株式返却でも解決可能であることを書き添えることは、引受人側が望んだときに会社側がそれを拒めないことを担保していると見られるが、これがないとすると、会社側は、株式返却の希望を拒めることになる。拒むことが認められると、責任を負う者は、判決文に従って、会社の損害とされる金額を支払わねばならず、同人が進んでこれを払うのであればともかく、そうでなければ、事案の実体と離れた金額を支払うべきことになり、結局、責任を負う者にとって不合理な解決を許す結果となる。わが国では、裁判所が代替的に株式返却でも解決できることを判決することはできず、判決は会社への金銭賠償を認めるか認めないかの形式とするしかない以上、そのとおりに執行されれば不合理となる解決を容認することはできない。株式返却の解決は、和解等、当事者の間で合意が得られた場合にのみ採りうる解決策と位置づけるべきであろう。

もっとも、有利発行で会社に損害が発生するとの立場に立つのであれば、この点について理論的障碍はないことになる。あるいは、会社の損害概念を政策的な観点から拡張する解釈もありうる[144]。そのように解釈できるのであれば、会社側が株式返却の解決に同意せず、金銭賠償を支払うべきことになっても、それは本来の損害賠償だから問題はないことになろう。この場合、判決確定後、株式返却同意のための会社側の手続には、取締役会設置会社では取締役会決議を要すると解するか、あるいは、会社法三八六条二項二号等を類推適用して、監査役会等が判断すべきことになろう[145]。責任を負う者に資力がなく、現金で払える見込みがないのに、株式返却を拒絶する場合には、拒絶の判断をした取締役等の責任が問われることにはなろう（この点は、事実上、株式返却の解決を選択すべきことを勧奨することになり、政策的に損害概念を構成するにはこれを後押しする要素となろう）[146]。

種類株式発行会社の調整に複雑な面があるとすると（別にないかもしれない）、消去法的に最も優れた解決策として、会社の損害構成を採用すべきことになるのかもしれない。

4　会社の損害構成の政策的拡張の可能性

株式返却の解決の是非とは少し離れるが、上場会社の公募発行で、払込金額決定のためのブックビルディングがいい加減に行われ、不当に低い払込金額が採用されてしまう場合、どのように解決すべきかとの問題がある(147)。株式が分散して所有される上場会社では有利発行の影響が広く薄く広がることになるから、個々の既存株主の受ける不利益は小幅なものに止まる。上場会社の公募発行では、有利発行といっても、非上場会社で見られるような大幅な割引が行われることは通常考えにくく（市場価格があることから、大胆な割引発行はできない）、その意味でも、この場合も直接損害説による解決を求めることは、実際のところ、現実的ではないかもしれない（ただし、選定当事者制度〔民事訴訟法三〇条〕）。

先に、会社の損害額と既存株主の損失総額との乖離を縮小させる要素として三つの要素㋑㋺㋩（三3（一）(2)）を挙げたが、払込金額の時価からの割引が小幅であることは、㋑の要素による乖離が小さいことになり、また、規模の大きな会社であると既発行株式数が大きく、㋺の要素が小さいことになり、結果として、会社の損害額と富の移転の実体との乖離も比較的小さいものに止まるはずである（三3（一）(2)で、㋺の要素を、乖離を拡大させる要因として説明したが、逆に、既発行株式数が募集株式数よりも圧倒的に大きい場合、乖離を縮小させる要素となる〔前掲〔九十巻五号〕表2参照〕）。さらに、買取引受けでは、第一次的な引受人は証券会社であるから、既存株主が引受人でもあるという㋩の要素も、あったとしても無視しうる程度と考えられる。ただし、既発行株式数が大きい場合、稀釈化による株価の下落は小幅でも、総額で見ると、既存株主の損失（流出総額）は大きなものとなる（だからこそ、会社の損害額との乖離が縮小する）。

引受証券会社にとって、安く引き受けられることは営業上も有利であろうから、有利発行実施の誘因は小さくないと考えられるのに対して、小幅な有利発行に対して、既存株主が直接損害説に基づいて自らの損害を回復す

る誘因は小さい。つまり、会社の損害構成の不合理性（損害額と実体との乖離）が比較的小さいものに止まり、他方、直接損害説のデメリット（代表訴訟制度が利用できず、エンフォースメントが効かない）が最大になるのがこの場面である。会社の損害概念を政策的に拡張することを考えるのであれば、最も有効に機能するのはこの局面であろう。線引きは難しい（上場会社の公募発行であれば全て乖離が縮まるというものではないし、乖離がゼロになるわけでもない）が、事案によっては、会社の損害額との乖離は無視してよいと思われる程度になる場合がありうる。仮にそうした事案が出てきたとき、会社の損害構成を否定して株主の救済を遠のかせることが、果たして合理的といえるか、検討の余地があろう[148]。ただし、一株当たりの稀釈化額は小さいから、あくまでも直接損害説を採って、稀釈化の影響をより大きく受け、費用をかけて直接の賠償請求をしても採算の合う者（持株数の大きい株主）だけが補償されればよいと考えることもできる（理論的にはこちらの方が一貫する）。

いずれにしても、その後の実務への影響を考えると、②③事件の判断の妥当性は問われるべきであろう。公正払込金額が同額で同額同数の有利発行でも、既発行株式数の大きい会社における有利発行では、既存株主の損失（富の移転の総額）は拡大する。すなわち、公正払込金額が同額で、同額同数の有利発行でも、会社の規模によって稀釈化の影響は異なり、生ずる紛争の規模も異なる。これまで、会社の損害構成では、会社の損害とされる金額は同額同数の有利発行では同じ金額になるから、同規模の紛争としてしか認識されてこなかったと思われる。既発行株式数が大きい会社における有利発行では、事後の株式価値の下落幅は小さいものになるが、逆に稀釈化による価値移転の総額は大きくなる（ただし、会社の損害とされる額を超えて大きくなることはない）。これは、直感にも反する結果といえよう。事後の株式価値の下落幅が小さいからといって見過ごされるべきでない[149]。

1）返却すべき株式数：31428.57142株（小数点第 6 位以下切捨て）
31428.57142株≒新株式数 4 万株－発行総額6000万円÷公正発行価額7000円
2）返却前株式価値総額：２億0428万5714.23円
２億0428万5714.23円＝31428.57142株×返却前株式価値6500円
3）引受人側の株式返却（濃縮化）に伴う利得総額：１億2831万0214.285円
引受人側の持株合計：25万6620.42857株（小数点第 6 位以下切捨て）
25万6620.42857株＝旧株24万8049株＋新株残8571.42857株
１億2831万0214.285円＝25万6620.42857株×１株当たり濃縮効果500円
4）引受人側の正味の負担額：7597万5499.9円（小数第 2 位以下切捨て）
7597万5499.9円≒２億0428万5714.23円－１億2831万0214.285円
cf.　有利発行による富の移転：7597万5500円

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

株式返却による解決は、引受人は手元の株式を返却すればよいので、新たに現金を用意する必要がなく、非上場会社では現実的な解決策となろう。金銭賠償で会社の損害発生を否定する立場においても、当事者が和解等に基づいて任意に株式返却を実施することは、今後、十分現実性のあることと思われる。そこで、仮に、原判決認定のとおり、本件（アートネイチャー事件）新株発行が有利発行であったとした場合、どのように解決されることになるか示してみたい。原判決認定の数値に基づいて計算すると上のようになる。

株式返却によった場合に引受人側に生じる正味の負担額約七六〇〇万円は、有利発行による富の移転の総額に一致する。稀釈化によって生じた既存株主の損失を、株式返却（濃縮化）による富の再移転によって回復したことになる。既存株主の回復のために、返却前当時の株式価値では二億〇四二八万円余に相当する株式を返却すべきことになるが、引受人側の手元に残る株式には濃縮化の利得がある。二億円余相当の株式を返却するというと、会社への金銭賠償と変わらないようであるが、株式を手放すことで、手元の株式の価値が増すのであるから、初めから正味七六〇〇万円相当の株式を返却したと考えても同じことである。引受人による会社への支払でも、支払によって引受人の手元の株式に利得が生

じ、会社へ支払う金額から差し引きすると、富の移転の総額と同額の負担になる計算である[150]が、株式返却の解決では現金を使わずに解決することが、事実上大きな利点になる。

会社財産について考えてみると、会社への金銭賠償が支払われると、それだけ会社の総資産が増加することになるが、株式返却では、株式併合したのと同じことになるので、解決の前後で会社財産に変動はない。会社財産に与える経済的効果は全く異なる。

株式返却の解決では、有利発行の「現物たる株式」[151]を返却すべきかのようであるが、それに限定する必要はなく、ただその数の株式を返せばよい。また、複数の者が責任を負うべき場合に、ある者は会社への金銭支払を選択し、ある者は株式返却を選択するという具合に、ばらばらに対応したとしても、株式価値の回復という点からは問題ない。金銭賠償では、会社への賠償と株主への直接賠償とを組み合わせるようなことは事実上不可能である。

六　結びにかえて

1　資本充実原則と有利発行

最後に、本稿の主題からは逸れるが、現物出資目的財産の過大評価の支払責任（会社法二一二条一項二号）と仮装払込の支払責任（二一三条の二、二一三条の三）について触れておきたい。というのも、近時、有利発行の差額支払責任（二一二条一項一号）との関係を論じ、両者を同列に扱おうとする議論[152]があるからである。この点から、直接損害説に疑問を持つ向きもあるかもしれない。

しかし、これは誤解に基づく議論である[153]。前者（過大評価・仮装払込）の問題は、株式引受契約上の債権額で

ある引受価額（払込金額の総額）が約定どおり履行されないという問題であるから、有利金額であれ、約定どおりの額が払い込まれる有利発行とは、法状況が異なる。有利発行に関して二一二条一項一号を疑問視する立場（直接損害説）と、二一二条一項二号ならびに二一三条の二および二一三条の三の立法とは、矛盾しない。会社法制定時の二一二条一項二号の創設は、当時の通説に従ったものであろうが、その通説が前提としていた理解、すなわち、目的物過大評価の問題は実質的に有利発行と同じであるとの理解は、有利発行の利益状況の解明が進んでいなかったとはいえ、法概念からは自由にすぎる解釈であった[154]。会社法制定前、現在の二一二条一項二号に対応する規定は存在せず、右の理解を前提に、現在の一号に相当する商法二八〇条の一一を、過大評価の場合に「適用」するとの考え方が通説的な支持を得ていた[155]。しかし、有利発行の問題は、会社法一九九条一項二号の「払込金額」をいかに定めるかの問題であって、出資履行段階の問題ではない[156]。両者を同じ条名（会社法二一二条）に収めたことが混乱に拍車をかけたといえそうである。当時は、商法二八〇条の一一が、資本充実原則の現れであって、会社債権者保護に関わるとする理解が、ほぼ異論なく通説であった。この点も、直接損害説は一貫して否定してきたところである[157]。資本維持原則と区別される意味での資本充実原則が問題となるのは、出資履行段階の問題であったはずである[158]。現物出資目的財産過大評価の場合に、商法二八〇条の一一の解決を借用する（当時の通説は適用）との解決は妥当であっても、有利発行に同条の解決は適切でないというのが、会社法制定前の筆者の主張である[159]。同様に、有利発行は資本充実に関わらないが、現物出資目的財産過大評価もこれに関わらない[160]ということにはならない。

ところが、この点は、昭和二五年の立法時において既に混乱があったようである。立法直後の解説[161]では、商法二八〇条の一一は、発行価額が取締役会で著しく不公正に定められる場合だけでなく、決定された発行価額自体は公正であるが、取締役が特定の株式引受人と通謀して、決定された発行価額を著しく割る価額で新株を引き受

けさせる場合をも規律する規定だとの説明が見られる。これによれば、同規定は、有利発行の事後処理を定めるだけでなく、出資履行段階の問題をも処理する規定ということになり、そうであれば、後者の点に関して、資本充実原則に関わる規定ということになる[162]。資本充実原則に関わる規定という点は、その後の通説的理解とも符合するものではあるが、しかし、「発行価額」の語を用いるこの規定の文理から、引受契約あるいは出資履行段階の規定と読むことは不可能である（この点、会社法では微妙な問題がありそうである）。それを措いても、全額払込主義や発行条件均等原則（商法二八〇条の三、会社法一九九条五項）に反するし、これほど異なる局面の問題を一つの条文で賄うものとして理解することは体系的解釈としても無理がある。商法二八〇条の一一そのものの理解としては、有利発行の事後処理の規定と解するほかないというべきであろう。

2　本稿の得た結論

最後に、本稿で得られた結論を列記してまとめておきたい。有利発行の金銭賠償については、会社の損害構成に基づく損害額と、株主の直接損害とする場合の損害総額とは乖離がある。この乖離の程度を決める要因として、㋑払込金額の有利性の程度、㋺既発行株式数に対する募集株式数の割合、㋩引受人と既存株主の重複、の三つがある（三3（一）(2)）。アートネイチャー事件では、とりわけ㋩の要因による乖離が大きく、一部の既存株主だけが有利発行の損害を受ける事案であったため、会社の損害と構成して解決しようとすると事案の実感に合わない解決となる。このことから、最高裁は結論として本件新株発行の有利性を否定したものと考えられる（三3（一）(3)）。本判決は、非上場会社の発行価額公正性判断基準を示して結論を導いたが、右の点を踏まえると、この基準を一般化することには疑問があり、現に本判決は争いのない発行価額規整趣旨（富の移転防止）に触れることなく右基準を導くものであった（三3（二））。

有利発行で必要とされる株主総会決議の意義について議論があるが（四1・2）、この制度にとって、特別利害関係人による議決権行使を容認した昭和五六年改正は大きな影響があったと考えられ（四3）、そうであれば、これを補完する制度として同年改正で導入された決議取消制度（不当決議）を積極的に運用すべきである（四4）。

アメリカ法（デラウエア州判例）では、本稿の問題は、会社の損害と構成して解決が図られているようであるが（五1）、同時に、判決文中に株式返却でも解決できることが示されており、金銭賠償を認める結論と株式返却による解決とが、相互補完的な関係にあって、会社の損害として金銭的に解決することの不合理性が解消されていると考えられる（五2）。仮に、わが国でも近似した解決を目指すとすれば、会社の損害概念を政策的見地から拡張する解釈が可能かどうか検討する必要があると考えられる（五3）。上場会社の買取引受けによる公募発行で払込金額に問題があった場合、会社の損害額と既存株主の株式価値流出総額との乖離は小幅なものに止まることが考えられ、そうであれば、この場合の解決のあり方について再検討の余地がある（五4）。

以上のとおり、有利発行の関係者の責任に関する直接損害説は、そもそも、この問題が新旧株主間の富の移転（稀釈化）によるとの認識に根ざすものであり、その理解によって解決されるものは、取締役等の責任の問題に止まらず、払込金額公正性の意義についても、[163] 論理的整合性をもって説明できる、一つの理論体系をなす。ただ、これは、株式の均質性（均一性）という単純な前提から演繹される体系であり、とりわけ会社法下の種類株式発行会社の場合にどこまで通用するものか、解明されるべき課題は多い。

（51）廣瀬・前掲注（13）一〇一頁。

（52）ただし、Aは本件自己株式処分の処分価額のための評価を求められ報告したのであって、これをZ社側が本件新株発行に流用したのである。

(53) 肯定的に評するものとして、飯田・前掲注（14）九八頁。否定的、久保田・前掲注（5）上告審二二頁、黒沼・前掲注（5）一七頁、尾形・前掲注（5）二七頁。

(54) 山下徹哉「平成二六年度会社法関係重要判例の分析〔下〕」商事法務二〇七五号（平成二七年）八九頁は、「当該事案での使用が理論的に妥当とはいえない算定方法を使用することは、〈中略〉算定過程の検証の中でも否定的に評価されるべき」とされ、「理論的妥当性の判断をどのように行うか」こそが問題だとされる。「妥当性」は外在的標準に照らして決まるとの趣旨のようである。

(55) 飯田・前掲注（14）九八頁は、本判決の判断基準について、江頭・前掲注（2）株式会社法七六三頁注三が、「ある程度合理的根拠のある評価方法をとっておれば公正と認めざるを得ない」とされていることに沿うものと評される。

(56) 杉田・前掲注（10）上告審五一頁。

(57) 森本滋「280ノ2」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）二九頁・六六頁。

(58) 浜田道代「閉鎖会社における第三者割当増資」商事法務一一九一号（平成元年）一九頁：公正な価額であれば「既存株主の会社財産に対する割合的地位は低下しない」、吉本健一「§199」神田秀樹（編）『会社法コンメンタール5株式(3)』（平成二五年）一四頁「既存株主と同等の資本的寄与を新株主にも求めることで、既存株主の財産的利益を保護」（以下「吉本・§199」）。

(59) 柴田和史「機能的企業評価論」『竹内昭夫先生還暦記念・現代企業法の展開』（平成二年）四四〇頁注三は、株式価値均一性の前提に疑問を提起されるが（ただし、同論考は均一性を前提とする）、同『会社法詳解〔第2版〕』（平成二七年）三六一頁は「持分価値の減少」として説明される。これはⓑに分類されよう。

(60) 阪埜光男「第三者割当と新株の発行価額」法学研究五一巻一一号（昭和五三年）五四頁、杉原則彦「第三者割当増資の諸問題」司法研修所論集八三号（平成二年）五一頁、吉本・前掲注（58）§199一四頁。なお、「同等の資本的寄与」は、②③判決が用いた表現である。

(61) 関俊彦『株式評価論』（昭和五八年）三二四頁（以下「関・評価論」）は、「持分価値の稀薄化に焦点を合わせることも重要ではあるが」とされるから、稀釈化に疑義を表明するものではあるが、否定されるのではない。また、同

書三二九頁。関俊彦『会社法概論（全訂第2版）』（平成二一年）一七五頁（以下「関・概論」）は新旧株主間の「出資の均衡」として説明される。これは本文の分類ではⓒ（同等の資本的寄与）になろう。

(62) 宍戸善一「紛争解決局面における非公開株式の評価」岩原紳作（編）『竹内昭夫先生還暦記念・現代企業法の展開』（平成二年）四〇六頁注一〇、東京地方裁判所商事研究会（編）『類型別会社訴訟Ⅱ〔第3版〕』（平成二三年）五七六頁。

(63) 森淳二朗「株式価値の法的解釈（その一）－新株の発行価額の基本問題－」民商法雑誌八二巻二号、同巻三号、八三巻一号（いずれも昭和五五年）（以下「森・八二巻二号」等として引用）八二巻二号二〇七頁・二一八頁は、株式の不等価値性とは、同一会社の株式であってもその財産的価値が異なりうること（投資価値しかもたない株式もあれば支配価値をも含む株式もある）とされる。

(64) 吉本健一「会社支配権の価値と新株発行価額の公正性」（平成三年）『新株発行のメカニズムと法規制』（平成一九年）二二二頁参照。

(65) ⓐ（稀釈化防止）に疑問を感じてⓑ（既存株主保護）の説明を採用する場合でも、ⓐを明確に否定することができなかったか、あるいは、全てがⓐで説明できないと考えて、ⓐを含むものとしてⓑの説明をするのかもしれない。

(66) 酒巻俊雄『閉鎖的会社の法理と立法－会社法制論序説－』（昭和四八年）一八九頁注二、佐藤信祐「非上場会社の募集株式の発行等における公正な払込金額」法学政治学論究一一〇号（平成二八年）二四六頁以下。

(67) 関・前掲注（61）評価論三二三－三二四頁。同書三二四頁は、「新株発行によって新株引受人がどのような権利・地位を取得するか、それにひかえて（ママ）発行対価が公正か」を基準とすべきとされる。

(68) ⓔの傾向を追認するものとして、金子勲「非公開会社株式の評価」判例タイムズ八一四号（平成五年）七五頁、木下崇「判批・東京高判平成二六年一一月二六日」新判例解説 Watch 一七号（平成二七年）一二一頁。仮屋広郷「判批・東京地判平成二六年六月二六日」私法判例リマークス五一号（平成二七年）九八頁は、こうした傾向を認めることに否定的である。傾向と認めるかどうかはともかく、株主の属性を理由に結論を導く裁判例があることは確かである。

(69) 本件では、引受人のうちY_1・Y_2は、発行前も後も支配的株主であった。第一審判決は、「かなりの議決権比率」

を有するY1らにとっての公正発行価額を算定するのに、「主として一般株主（少数株主）の株式評価」に用いられる評価手法を採用することは適切でないと述べ、原判決もこれを引用していた。

(70) 森淳二朗「支配株式の価値の法理」河本一郎ほか（編）『上柳克郎先生還暦記念・商事法の解釈と展望』（昭和五九年）一九頁以下、宍戸・前掲注（62）四〇七頁、関俊彦「株式評価をめぐる論争点」法学五四号二号（平成二年）二〇四－二〇六頁。

(71) 森・前掲注（63）八二巻二号二一一頁、江頭憲治郎「支配権プレミアムとマイノリティ・ディスカウント」吉原和志＝山本哲生（編）『関俊彦先生古稀記念・変革期の企業法』（平成二三年）一一七頁（以下「江頭・論文」）。

(72) 佐藤・前掲注（66）二四九頁。

(73) 平成六年改正により、会社が譲渡制限株式を買い取ることが認められるようになったので、会社が一方の当事者となる場合には、他の株主との間で富の移転の問題が起きる。このことを、この局面の株式評価においてどこまで考慮すべきかは別に議論される必要がある。もっとも、安く会社が買い取る限り、濃縮化が起きるだけで残存株主の利益が害されるわけではない。一方、買取りの請求は、請求者の都合によりなされる（会社法一三八条一号ハ二号ハ）ものであるから（具体的にはそうでない場合もあろう）、不利に扱われてもやむをえない側面がある（新株の不利発行で、不利な立場となる引受人の利益を会社法上問題としないことと平行的に考えることができようか）。

(74) 杉田・前掲注（10）上告審五一頁。売買当事者以外の株主にとって、内部留保に対する持分割合に変動はない。

(75) 従業員持株制度の持株会による株式買戻しの合意に関して、会社法の基本的枠組みに関わる問題と捉えうることを示唆されるものとして、山本爲三郎「判批・最判平成二一年二月一七日」法学教室三五四号別冊付録判例セレクト２００９［Ⅱ］（平成二二年）一六頁。

(76) 自己株式取得も、会社が一方の当事者となる取引であるから、取得価格次第で、残存株主と売渡株主との間の富の移転が問題となる。ただし、少数株主の締出しが自己株式取得として行われる場合は、自己株式取得一般の場合と異なり、富の移転は問題とならない。この場合には、会社財産が多数派の「財布」と化し、多数派と締め出される株主との株式取引となるからである。

(77) 吉本健一「閉鎖会社における新株発行と法規制のあり方」（昭和六三年）『新株発行のメカニズムと法規制』（平

成一九年）三〇頁。ただし、株主の資力により、割当てを受けても払込みに応ずることができないという問題はある（同書三四頁以下）。

(78) 宍戸・前掲注（62）四〇七頁、江頭・前掲注（71）論文一一七頁。

(79) 購入希望者が現れなかった点に言及するものとして、久保田・前掲注（5）上告審二二頁、松中・前掲注（14）五〇頁。

(80) 宍戸・前掲注（62）四〇八頁は、非公開会社株式は需要がないからその交換価値もゼロになるというものではなく、何らかの交換価値が存在するはずで、その理論値を探る必要があるとされる。

(81) 本文は、売買の局面における株式評価と新株発行の局面とでは、構造的背景が異なることを強調する趣旨であって、前者の評価額が低廉でも構わないという趣旨ではない。

(82) リチャード・A・ブリーリーほか（著）藤井眞理子ほか（訳）『コーポレート・ファイナンス第10版下』（平成二六年）八〇頁以下参照。

(83) 森論文・前掲注（63）は、「持分の均衡」という表現には強く反対されたが（八二巻三号三四三頁以下）、稀釈化防止や富の移転防止を直接的に取り上げて反対されていたわけではない。ただ、稀釈化・富の移転は株式均一性の制度的前提から導かれるものであり、株式不等価値性を標榜した森論文は稀釈化・富の移転に反対していたといえなくもない。しかし、その一方で、稀釈化防止を述べたとも受け取れる東京高判昭和四六年一月二八日・高民集二四巻一号一頁（①判決原審）を援用されてもいた（同三四四頁）。なお、「持分の均衡」は論者によって含意が異なりうるもので、稀釈化・富の移転とは厳密には別内容のものである。

(84) 山下・前掲注（22）第一審一〇九頁、小林・前掲注（20）一二九頁、徳本・前掲注（20）九三頁、水島・前掲注（33）四頁（徳本・水島文献は自己株式処分について述べたもの）。

(85) 鳥山恭一「第一審判批」法学セミナー六九五号（平成二四年）一二九頁「株式の経済価値に対する株主の権利を確保」、鳥山・前掲注（5）上告審一一九頁「株式の経済的価値を低下させる」、久保田・前掲注（5）上告審一九頁「既存株主の利益保護」（二〇頁「内部留保を反映しない価格で新株が発行されると、引受人である当該株主は、他の株主を差し置いて内部留保を部分的に手に入れるのと等しい」とされる。同箇所が挙げる参照文献や二五頁注一〇の

記述から推すと、株式売買における株式評価と同質の問題に還元できるとされるようである。株式価値を介した富の移転とは異なると判断してこちらに分類する。なお、次注の久保田文献では富の移転とされる。）、黒沼・前掲注（5）一五頁「既存の株主の利益」、増田友樹・前掲注（5）五九三頁「既存株主に経済的損失を与える可能性」、尾形・前掲注（5）二五頁「既存株主の経済的利益の保護」、大川・前掲注（40）七二（九七）頁注二「経済的利益を保護」。

(86) 行澤一人「上場会社の募集株式の発行に係る有利発行規制と市場価格」商事法務二〇七六号（平成二七年）三〇頁は、有利発行があると稀釈化が起きることを根拠に、立法趣旨は「新旧株主間の不公平な利益移転」の抑制にあると説明される。そのほか、規整趣旨を富の移転防止とされるものとして、中東正文「募集株式の発行等」江頭憲治郎（編）『株式会社法大系』（平成二五年）四一三頁、松井秀征（稿）伊藤靖史ほか『会社法（第3版）』（平成二七年）三一二－三一三頁、山本爲三郎『会社法の考え方（第9版）』（平成二七年）二六四頁、久保田安彦（稿）髙橋美加ほか『会社法』（平成二八年）二七八頁、田中・前掲注（20）書四六六頁。

(87) 久保田・前掲注（5）上告審二〇頁、佐藤信祐「譲渡制限株式の売買価格」法学政治学論究一〇九号（平成二八年）二二頁・三二頁注六七。

(88) 田中・前掲注（22）原審一一〇頁、田中・前掲注（20）書九六頁は、事件当時のZ社では、これを適正な評価額としうる特別な事情があった可能性を指摘される。これに対して、久保田・前掲注（5）上告審二二頁は、そうした事情は原審の事実認定において排除されていることを指摘される。

(89) 吉本・前掲注（7）上告審一〇五頁は、内部者間の取引事例は「公正な価額の算定に際して直接的な参考とならない」とされる。江頭憲治郎「取引相場のない株式の評価」（昭和五八年）『会社法の基本問題』（平成二三年）一五一－一五二頁も、非上場会社の取引先例は、「従業員等の間で額面相当額で取引された等の特殊な取引事例であるのが通常であり、株式の価値を認識した当事者間で成立した公正な価格とはいいがたい」とされる（同「株式評価の方法」竹下守夫＝藤田耕三（編）『裁判実務大系第3巻会社訴訟・会社更生法〔改訂版〕』（平成六年）九三頁）。

(90) 極端な例であるが、会社の従業員と持株会との間で、一定の場合に、株式を額面額で売り渡すべきことの合意について、判例は有効との判断を示した（最三判平成七年四月二五日・集民一七五号九一頁、最三判平成二一年二月一

七日・判例タイムズ一二九四号七六頁）。契約自由が支配する売買取引の場面では、いわゆる買い叩かれるという状況があり、法の一般理念に照らして問題となりうるが、会社法上問題とならないことについては、本文前述三（二）(3)。

(91) 田中・前掲注（22）原審一一〇頁、田中・前掲注（20）書九六頁。

(92) 本文前述のとおり、原審までは、このことも理由として有利性を認定していた。

(93) 筆者は、退職者株式の引取価格が常に当然に低めの価格のはずだと断定するのでも、本件の一五〇〇円の発行価額が右価格と同額であったから不公正だといっているのでもない。

(94) 廣瀬・前掲注（13）一〇一－一〇二頁。

(95) ⑪判決は、「経営支配権の侵奪を目的として行われた新株の不公正発行による株価の価額の低下による損害」との構成を採っており、表向きは有利発行の責任を問題としたものではないが、実体としては有利発行の責任を肯定したに等しい。

(96) ⑦事件について、匿名「本判決解説」判例タイムズ一四一一号（平成二七年）六七頁は、合理的な方法による算定を行っていなかった例として挙げ、いずれの判断枠組みによっても結論に変わりのない事案であったことを示唆する（松中・前掲注（14）四九頁も同趣旨か）。なお、右匿名解説は⑪事件に触れないが、前注の事情から、有利発行の取締役の責任が問題とされた事案には含まれないと判断したのであろう。

(97) 黒沼・前掲注（5）一六頁。

(98) 黒沼・前掲注（5）一四頁。

(99) 吉本・前掲注（7）上告審一〇五頁も、二つの判断枠組みが存在するとの見方に否定的であり、原判決との違いは「合理性の幅の広狭にすぎない」と分析される。

(100) 廣瀬・前掲注（13）一〇一頁は、原審の公正価額の判断について、「又は若干の価格幅をもって」と幅のある概念として受け止めている。それは原判決が「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７０００円を下回らない」と述べることを承けたものであろう。しかし、同解説のその後の考察にはこの点が反映されておらず、むしろ「何か一つの……」との表現を用いて解説される。

(101) 大阪地岸和田支判昭和四七年四月一九日・判例時報六九一号七四頁、東京地決昭和五二年八月三〇日・金融・商事判例五三三号二二頁。

(102) 佐賀地決昭和五一年四月三〇日・判例時報八二七号一〇七頁。

(103) 株主側の主張を、裁判所の述べる一定の方式に沿った評価額の主張でないことを理由に、疎明なしとして、会社側有利の判断をしたものとして、大阪地堺支判昭和四八年一一月二九日・判例タイムズ三〇四号二四九頁、東京地決平成六年三月二八日・判例時報一四九六号一二三頁（合議体の裁判長は金築誠志裁判官）。株主側の「予測可能性」に反した例といえよう。

(104) 久保田・前掲注（5）上告審一九頁。

(105) 取締役の立場は、予測可能性ではなく、過失の要件で考慮すべきとされるものとして、久保田・前掲注（5）上告審一九頁、黒沼・前掲注（5）一五頁、尾形・二六頁、吉本・前掲注（7）上告審一〇五頁、飯田・前掲注（14）九八頁。

(106) 紛争の実体は、一部既存株主に生じた七六〇〇万円の稀釈化損失であるから、二億二千万円を支払わせる解決は確かに酷である。

(107) 鷲笛「スクランブル」商事法務二〇六二号（平成二七年）九〇頁、十市崇＝熊本哲也「本判決判批」会社法A2Z（平成二七年）二四頁、一ノ澤・前掲注（5）一三三－一三四頁。

(108) 江頭・前掲注（2）株式会社法四六四頁注三。

(109) 誰にいくらで何株引き受けさせるかが事業遂行上の焦点となる場合が考えられる。このうち「いくらで」の部分について有利金額とするには株主総会に諮る必要がある（会社法二〇一条一項）。それが会社法の制度設計であり（三3(4)参照）、この部分について取締役に裁量はない。取締役はこのルールを所与として判断し行動しなければならない（引受人にとっても所与である）。このような権限分配に不満があるとすれば、それは立法論である。

(110) 吉本・前掲注（7）上告審一〇五頁。

(111) 一ノ澤・前掲注（5）一三三頁、久保田・前掲注（5）上告審二四頁、大川・前掲注（40）八六（八三）頁参照。

(112) この場合、専門家の責任が問われるのであって、誰も責任を負わないことになるのではない。

(113) 吉本・前掲注（7）上告審一〇五頁。

(114) 川島・前掲注（17）七頁注一七。

(115) 奈良・前掲注（14）一二五頁は、原審・第一審判決と本判決と判断が分かれたのは、発行価額についての判断基準が根本的に対立しているからだとされる。しかし、本件自己株式処分を実質的に考慮に入れたか否かが判断を分けた（前述三3（一）(3)と見れば、それは実に表層的なことにすぎない。実際、本判決は、争いのない規整趣旨（富の移転防止）に触れるところがない（前述三3（二）(5)）。公権的解釈に期待される態度として、基準と呼ぶに値するか疑問である（原審・第一審判決は触れていた）。もし本当に失念したのだとすれば、一般の取締役や会計士が気づかなくとも無理はないということにもなりかねない。その意味でも、事例判断としておかなければ具合が悪い。本判決が稀釈化防止の制度趣旨に触れるところがないのは、やはりその点に触れない②③判決を参照した（廣瀬・前掲注（13）一〇一頁）結果だといえるが、本判決について学説がこの点を問題にしないのは、総論の理解が各論に及んでいないのである。及ぼすべきでない事情があるというならそれを説明すべきであるし、総論に問題があると考えるなら、総論を批判すべきである。

(116) 本稿注（13）。

(117) 本稿注（14）。

(118) 松井秀征「新株有利発行規制に関する一考察」小塚荘一郎＝髙橋美加（編）『落合誠一先生還暦記念・商事法への提言』（平成一六年）三七三頁以下（以下「松井秀征・論文」）。会社法制定前の制度を前提とした論考であるが、会社法下でも当てはまる議論として受け止められている（行澤一人「募集株式の有利発行と市場価格」法学教室三七四号（平成二三年）一二六頁注一三、吉本健一「§201」神田秀樹（編）『会社法コンメンタール5株式(3)』（平成二五年）二九頁、中東・前掲注（86）四一三頁以下、江頭・前掲注（2）株式会社法七三四頁注七参照）。会社法では、有利発行に当たる場合は、いずれの株式会社においても、募集事項決定を株主総会権限としており、以前と構造において相違があるが、本稿ではそのことは措いて述べる。

(119) 田中・前掲注（20）論文一八七－一八八頁も同趣旨か。

(120) 松井秀征・前掲注（118）論文三七七頁は、新株発行後に得られる利益の期待値が正になるのであれば、事前の株

主総会決議を経ることの必要性に疑問を投げかける（現行法において、解釈により決議を不要とされる趣旨ではない）。

(121) 吉本健一「新株発行のメカニズムと法規制のあり方」（昭和六〇年）『新株発行のメカニズムと法規制』（平成一九年）二三頁、杉田・前掲注（27）私法二二九頁、田中・前掲注（20）論文一八七頁。

(122) 森本・前掲注（2）論文八頁は、富の移転の原理を説明された上で、既存株主の同意なく取締役会が「旧株の価値未満の価額で新株を発行すること」は財産法上の基本原理より許されないとされる。

(123) 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）二五八頁、杉田貴洋「第三者割当の募集株式の発行等における払込金額」『慶應の法律学・商事法』（平成二〇年）一六二頁。

(124) 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）七八頁、仮屋広郷「判批・東京高判昭和四八年七月二七日」会社法判例百選〔第3版〕別冊ジュリスト二二九号（平成二八年）一九九頁は、ソニー＝アイワ事件のような状況（支配権移転の問題は措く）で折り込み後の価格を公正性の基準と解すると、会社側（取締役）の交渉の選択肢が狭められることを懸念されるが、話は全くあべこべである。折り込み後を基準とするから、それより低い金額に対して株主総会での承認が必要となり、そこから、取締役に、相手方に対する交渉力が生まれ、相手方・既存株主双方が納得する線での交渉が期待できることになるのである（後に株主総会が控えることで交渉力が与えられるのは、合併比率等の結合条件の交渉と同じ構造になっていることについて、杉田貴洋「判批・東京地判平成二三年九月二九日」法学研究八五巻一一号（平成二四年）一一九頁）。右のような解釈は、発行会社の取締役を、引受人側のお目こぼしを期待するばかりの立場に立たせるものである。

(125) 江頭憲治郎『結合企業法の立法と解釈』（平成七年）二二六頁以下は、既存株主が自社のシナジー形成への貢献部分を取得しそこなう可能性は極めて少ないとされる。同箇所は、事後の株式価値が払込金額以上になる状況を、数字をもって示されるのであるが、二で説明したように、稀釈化後の株式価値は、払込金額以上になるから、事前の株式価値を払込金額とすれば、事後の価値が、事前の価値以上になるのは、稀釈化の原理からして当然のことである。事前の株価を払込金額とすることについて交渉は不要であるから、この上昇分は交渉によって得られたものではない。ここでの問題は、事前の株価よりも事後の株価が上昇していれば損はない、ということではなく、シナジー配分の

「加減」を交渉によってどこまで獲得できるかにある。

(126) 昭和五六年改正以降は、同改正商法二四七条一項三号（会社法八三一条一項三号）で対処すべきこととなった。

(127) 大森忠夫「§280条ノ2」大森忠夫＝矢沢惇（編）『注釈会社法(5)新株の発行』（昭和四三年）五八頁。

(128) あるいは、本稿注（41）で挙げた事件。

(129) 松井秀征・前掲注（118）論文三九〇頁は、大株主が存在する会社であれば、不合理な有利発行決議成立を阻止する勢力として期待できるとされる。しかし、裁判例で有利発行がしばしば問題になる閉鎖的な会社を念頭にすれば、話は逆で、大株主かつ取締役でもある者が率先して自己に有利な割引発行を実施しようとすることが問題となる。大株主が存在する場合でも、この局面で他の株主に諦観が広がっているとすれば、それは、現在の有利発行規整の大枠が調った昭和四一年改正にあるのではなく、有利発行の引受人である株主の議決権行使容認（昭和五六年改正）こそが、その原因というべきである。なお、株主の合理的無関心により十分な討議を経ることなく会社側提案が通過してしまうというのは、有利発行の場面に限らず、株主総会一般の問題であるから、ここでは、本文の問題に絞って検討する。

(130) なお、最二判平成二八年一月二二日・民集七〇巻一号八四頁は、特別の利害関係を有する理事が加わってされた漁業協同組合理事会決議の効力について、当該理事を除外してもなお議決成立に必要な多数が存するときは、その効力は否定されないとした（同旨、最二判昭和五四年二月二三日・民集三三巻一号一二五頁）。

(131) 立法論として検討するのであれば、社外取締役制度等の活用は考えられるが、閉鎖的な会社では現実的とはいえない。現行法を前提にすれば、少なくとも、会社法一六〇条三項や四項本文等の場面と、どの程度に利益状況が異なるか説明する必要に迫られているといえよう。

(132) 関・前掲注（61）概論一七七頁注五。

(133) 違法発行（会社法二一〇条一項一号）と見るか、不公正発行（同条同項二号）と見るか、議論の余地があろう。実質的な株主平等原則に反すると見て違法内容決議（会社法八三〇条二項）・違法発行とする構成も考えられるが、決議取消判決がない限り決議自体は有効であり、決議に至る手続そのものには違法性がないと考えると、後者に傾くであろうか。いずれにせよ、判例は所定の総会決議を欠く有利発行も無効原因とはしないから、これを理由とする発

行差止めを認めることは、法運用上の意義も大きい。

(134) 払込金額の妥当性が問題となろう。全部取得条項付種類株式の取得対価の公正性が問題となった、東京地判平成二二年九月六日・判例タイムズ一三三四号一一七頁参照。

(135) 有利発行の可能性がある第三者割当てを実施する場合には、念のため所定の手続を執っておくべきことが推奨される（葉玉匡美＝小林貴恵「原審判批」金融法務事情二〇一一号（平成二七年）七七頁、清瀬伸悟「本判決判批」岩田合同法律事務所最高裁判所判例紹介（平成二七年）三頁）ことになろうが、一部からは、手続を執ると課税関係が生じる可能性があることから好ましくないとの指摘がある。課税当局の姿勢にも問題があるのかもしれないが、仮にその発行が有利発行であった場合、それは会社法違反のみならず、脱税を指南することにもなりかねず、穏当でない。

(136) 杉田・前掲注（8）宮島退職六九頁。

(137) 不公正な比率に基づいて行われた合併等の組織再編行為も、株式の過剰発行の問題であるから、株式返却によって解決することが考えられる。問題の共通性を指摘されるものとして、吉本・前掲注（7）論文三四〇－三四一頁、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、齊藤真紀「判批・東京地決平成二二年五月一〇日」金融商品取引法判例百選・別冊ジュリスト二一四号（平成二五年）一七一頁。

(138) In re Southern Peru Copper Corp. Shareholder Derivative Litigation, 52 A. 3d 761 (Del. Ch. 2011), Americas Mining Corp., et at., v. Theriault, 51 A. 3d 1213 (Del. 2012).

(139) 白井正和ほか『M&Aにおける第三者委員会の理論と実務』（平成二七年）一一〇頁注五九［白井正和］。

(140) 杉田・前掲注（8）宮島退職六七頁。

(141) 会社法二一二条一項一号を、株式返却へ向けた一種の威嚇規定として運用する可能性を述べたことがある（杉田・前掲注（8）宮島退職七五頁注四四）。会社の損害構成が必ず棄却されることが分かっていては、威嚇にならず、結局、解決の機会を逃すことになる。

(142) 解決の合理性の観点から、厳格な直接損害説の結論に疑問を提起する見解として、山本爲三郎「判批・大阪地判平成二年二月二八日」法学研究六九巻一一号（平成八年）一六〇頁（以下「山本・判批」）、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、永井和之「第一審判批」ビジネス法務一三巻三号（平成二五年）八二頁（以上は、直接損害説の立場から）、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（以下「福島・南山」）、北川徹「⑦判決判批」ジュリスト一二四五号（平成一五年）二一〇頁、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（20）論文一七四頁、一九四－一九五頁、一九七頁、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。

(143) もっとも、筆者が滞米中この話を持ち出してみた際の経験では、アメリカでも、有利発行の問題は、日本でいうところの株主の間接損害の問題と考えられているようであり、少なくとも、会社の損害額と、稀釈化による既存株主の価値流出総額とが異なる金額になるとの認識はないようである。結果として株式返却で解決されれば、問題は顕在化しないからであろう。そうだとすると、Southern Peru 判決の解決策も、利益状況を把握したうえで精緻に仕組まれた解決策というものではなく、結果オーライ的に問題なく運用されているにすぎないというのが、筆者が現地で得た感触である。したがって、安易に見倣うべきものではない。

(144) 株式返却の解決が望ましいとしても、この解決を強制する法的根拠はない。そこで、いかにそこへ誘導するかが解釈の問題となりうる。会社の損害構成が必ず棄却されることが分かっていれば、威嚇にならず、結局、解決の機会を逃すことになる。会社の損害構成を手段的に捉え、株式返却の解決へと導く、一種の威嚇措置として再規定することが考えられる。

(145) 無償取得の場合について、取得のための会社側の手続について特に定めはない（藤田友敬「§155」山下友信（編）『会社法コンメンタール4株式(2)』（平成二一年）一〇頁）。

(146) 小林量「§212」神田秀樹（編）『会社法コンメンタール5株式(3)』（平成二五年）一五〇頁は、立法論として、取締役の対会社支払責任の創設を提案される。紛争の実体との乖離からすると、到底賛成することのできない提案である。ただ、株式返却の解決へと落とし込むための前提としての制度であれば、考えられなくはない。代表訴訟制度に載せられる制度として株式返却の解決を立法化することも考えられる（その方が解決策として素直ではある）が、責

任を負う者が返却すべき株式を調達できなければ、結局は金銭的に解決するしかない。

(147) 田中・前掲注（20）論文一八五頁以下。

(148) 杉田・前掲注（8）宮島退職六五－六六頁で、会社を介した金銭的解決の合理性について疑問を提起したが、その執筆時点では、一定の場合にこの乖離が大きく縮小することがあることにまで考えが及ばなかった。

(149) かねて、既存株主の損害を間接損害と理解することを前提に、有利発行の金銭的解決について、公開的会社（上場会社）・閉鎖的会社で区別して、会社を介した解決・株主への直接賠償の解決と、それぞれ使い分ける考え方が提唱されている（福島・前掲注（142）南山三一頁以下、畠田公明「企業買収の際の企業価値基準による取締役の義務と責任－募集株式・新株予約権の不公正発行を中心として－」福岡大学法学論叢五八巻二号（平成二五年）三五七頁、江頭・前掲注（2）株式会社法五〇五頁注三、松井英樹・前掲注（17）一九六頁）。しかし、公開的会社でも、㋑の要素が大きければ会社損害との乖離は拡大するし、第三者割当てで引受人が既存株主でもある場合には、㋺の要素によりやはり拡大する。

(150) 杉田・前掲注（8）宮島退職七四頁注三五、小出・前掲注（15）一八頁。

(151) なお、筆者は、株式の性質上（無個性均質性）、株式を個別に特定することはできず、通常意味もないと考えている（杉田・前掲注（8）岸田古稀六二六頁以下）。同一種類の株式は、数として存在するものであるにすぎない。この理解と、本文で述べた、どの株式を返却しても有利発行の解決にとって構わないこととは関係がない。伝統的な理解に基づいて株式を区別して追跡できるとの立場を前提にしても、現物たる株式を返さなければならないわけではない。

(152) 笠原武朗「仮装払込み」法律時報八七巻三号（平成二七年）二六頁以下、小出・前掲注（15）二〇頁。

(153) 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）三〇七頁も、差額支払責任と不足額塡補責任とを「同列に論じ、規制するのはおかしい」と正当に指摘される。

(154) 杉田貴洋「合併比率の不公正と会社の損害」法学政治学論究四八号（平成一三年）二九〇－二九二頁。

(155) 近藤弘二「§280ノ11」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）三〇五頁。

(156) 「発行価額」に換えて、従来むしろ出資段階の用語として使われていた「払込金額」を採用したことも問題を複

雑に見せているように思われる。

(157) 杉田・前掲注（12）法律学研究五四頁・五八頁、吉本・前掲注（7）論文三三九頁、山本・前掲注（142）判批一六〇頁、杉田貴洋「新株の有利発行と会社の損害」法学政治学論究四二号（平成一一年）四四七頁注三六。

(158) 前田庸『会社法入門〔第12版〕』（平成二一年）二一－二二頁参照。

(159) 会社法下ではなお検討すべき点があるように思われる。他日を期したい。

(160) 相澤哲＝豊田祐子「株式（株式の併合等・単元株式数・募集株式の発行等・株券・雑則）」（平成一七年）相澤哲（編）立案担当者による新・会社法の解説・別冊商事法務二九五号（平成一八年）六〇頁、郡谷大輔＝岩崎友彦「会社法における債権者保護」（平成一七年）同書二八二頁。

(161) 鈴木竹雄＝石井照久『改正株式會社法解說』（昭和二五年）二四四頁。

(162) この理解によると、現物出資目的財産過大評価の処理は、本条の類推適用ではなく、直接適用になる（鈴木＝石井・前注二四六頁）。

(163) 差し当たり杉田・前掲注（27）私法二二五頁以下参照。

【付記】脱稿後、本判決について、永井和之ほか編『会社法新判例の分析』（平成二八年）三一二頁以下［永井和之］、廣瀬孝・法曹時報六九巻二号（平成二九年）三五一頁以下、津野田一馬・法学協会雑誌一三四巻二号（平成二九年）三〇二頁以下に接した。