

Title	〔商法一七四〕 企業提携のための第三者割当と新株発行価額 (東京地裁昭和四七年四月二七日判決)
Sub Title	
Author	宮島, 司(Miyajima, Tsukasa) 商法研究会(Shoho kenkyukai)
Publisher	慶應義塾大学法学研究会
Publication year	1977
Jtitle	法學研究 : 法律・政治・社会 (Journal of law, politics, and sociology). Vol.50, No.11 (1977. 11) ,p.111- 117
JaLC DOI	
Abstract	
Notes	判例研究
Genre	Journal Article
URL	<a href="https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00224504-19771115-0111">https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00224504-19771115-0111</a>

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.

# 判例研究

## 〔商法 一七四〕 企業提携のための第三者割当と新株発行価額

（東京地裁昭和四七年四月二七日判決  
昭和四五年の第一一九二号株主代表差  
額金請求事件  
判例時報六七九号七〇頁）

### 〔判示事項〕

企業提携のためになされた第三者割当での新株発行価額が、決定時の市場価額の半額以下であつても、企業の客観的価値等を基準として適正に定められている限り、不公正な発行価額とはいえない。

### 〔参照条文〕

商法二八〇条の一・商法二八〇条の二

### 〔事実〕

発行済株式総数一二〇〇万株の訴外A株式会社は、昭和四三年当時経営状態が悪く、同年五月の決算期において株主に利益配当もできず、そのままでは業績の好転が期待できない状態であつた。そこで、これを打開するため有力企業との提携を求める方針をとり、A会社と被告Y会社との間に資本参加を前提とする提携の話し合いが進められ、結局A会社は倍額増資を行い、新たに発行すべき株式一二〇〇万

株をすべてY会社が引受けることになつた。引受価額については折衝の末、同年一月末になつて一株の発行価額金七〇円で話し合はれ、これに基づいて昭和四四年一月一日A会社は取締役会を開催し、一株の額面金五〇円の普通株式一二〇〇万株の新株を発行し、その全株の引受権をY会社に付与する旨決議した。Y会社は、同月三〇日引受権を付与された全株についてA会社に対し株式の申込をし、一株の発行価額金七〇円の株金の払込をした。

これに対して、A会社の株主である原告Xは、取締役会で新株発行の決議をした日の前日のA会社の株価は一株一四五円であつたこと、その後相場は上昇を続け約一年後には一株三四〇円になつたこと、市場性が豊かであつたこと、新株の公正な発行価額は市価の一五パーセント引の範囲内で決すべきであることなどの理由から、右新株の公正な発行価額は一株一三七円七五銭とするのが相当であり、

Y会社はA会社の支配権を獲得するためにA会社の代表取締役訴外Bと相謀つて不公正な発行価額で新株を引受けたものであるから、Y会社はA会社に対し公正な発行価額と引受価額との差額を支払う義務があるとして、Xは書面をもつてA会社に対しY会社を相手どつて、右差額金の支払を求める訴を提起するよう請求した。しかしA会社はこれに応ぜず、そこでXはY会社に対し、右差額金のうち二〇〇〇万円及びこれに対する遅延損害金をA会社に支払うことを求めて訴を提起したのが本件である。

これに対して、Y会社は、新株の公正な発行価額は、一般に価額決定当時の市場価額、会社の資産状況、収益力および市況の見通し等を考慮して決定すべきであるが、昭和四四年一月九日の市場価額は、当時Y会社の資本参加が期待されて投機的な買手が集まり市場価額が急騰した結果、一株金一四五円となつたものであつて、A会社の適正な価額を示しておらず、これを基準に新株発行価額を定めるのは適当でなく、A会社の資産状態およびY会社その他の企業によるA会社テコ入れの噂が流れる以前の平均株価を考慮すると、一株金七〇円の発行価額は公正なものである、と抗弁した。

〔判旨〕 請求棄却。

一 「新株の公正な発行価額とは、取締役会が新株発行を決議した当時において、発行会社の株式を取得させるには、どれだけの金額を払込ませることが新旧株主との関係において公平であるか、換言すれば、当該企業の有する客観的価値により決定されるべきであり、発行会社が上場会社の場合には、市場価額が通常は資産の内容、

収益力および市況等を考慮した企業の客観的価値を反映して形成されるものであるから、当時の市場価額に新株が発行された場合の市場における消化の可能性をも斟酌して考えられる将来の予想価額を基準として定めればよいわけである。したがつて、取締役会が新株発行を決議した後に変動した市場価額は、考慮の対象とするのは相当でない。また、発行会社の株式が市場において異常な投機の対象とされ、その市場価額が発行会社の資産内容、収益力および市況を適切に反映せず、企業の客観的価値より高額である場合には市場価額をそのまま基準として新株発行価額を定めることは、新株主に不公平となるから、これによることなく、発行会社の資産内容、収益力および市況等から企業の客観的価値を考究して決定されるべきであつて、このような場合に、新株発行価額が単に市場価額を下廻つたからといつて、不公正な発行価額とはいえないこともろんである。」

二 「特定の相手方との間の企業提携の方法として新株発行がなされる場合には、一般の投資を求める場合と異なり、新株の発行を成功させるために、引受先との間で予め引受価額を含む発行条件について協議しその承諾を得なければならず、この点で、いわば相対の取引に類する面をもつといえるが、この場合、相手方は通常企業の客観的価値に着目するものであり、自らの資本参加による提携が株価の高騰をもたらすとしても、これを加算した価額による引受は肯んじないであらうし、この相手方の要求は取引の通念に照らし不合理なものとはいえず、発行会社においてもこれを無視し難いものと考えられる。そして本件のように、企業提携の見込を反映して既に

株価が高騰している場合には、その影響を受けない時期における市場価値が通常はその企業の客観的価値を反映していると見られるのであり、決定された発行価額と高騰した市場価値との間に差があつても、それが企業の提携に影響されない時期の市場価値ないし企業の客観的価値を基準として適正に定められている限り、不公正な発行価額とはいえないと考えられる。」

三 「右の価額（新株発行価額）は、前段に述べた被告との提携による影響を度外視した場合の一年間の平均株価および企業の客観的価値からする株価にはば一致するものといえるのであつて、右取締役会の決議の直前の株価との間に著しい差があるとしても、本件新株発行の特殊性に鑑みると、いまだ商法第二八〇条の一一第一項にいう著しく不公正な発行価額とはいえないと考えられる。」

〔評釈〕 判旨に反対。

一 株主以外の者に対して新株発行が行なわれる場合、その発行価額の定め方いかんによつては、従来の株主に対して重大な不利益を生ずるおそれがある。そこで、商法は従来の株主保護のためにいくつかの規定を設けているが、本件は、その中でも最も争いがあり、また判断の困難な「不公正な発行価額」についての事例であり、新株発行会社の株主が、商法二八〇条ノ一一に基づき、新株主に公正な発行価額との差額金の支払を求めて提起した代表訴訟である。本件では、七〇円という発行価額が公正な発行価額であると判断されたため特に問題とはされなかつたが、私見のように右の発行価額は公正な発行価額ではないと考えると、さらに「著しく不公正な発行

価額」（商法二八〇条ノ一一第一項）と「特に有利な発行価額」（商法二八〇条ノ二第二項）との関連いかんという学説上も未解決の問題の解決が要請されざるをえない。

そこで本判決の意義であるが、上場会社の新株発行において、発行価額決定日前日の市場価値にその評価基準を求めべきであるとの一般的慣行が常に妥当するわけではなく、特別な理由によつて、市場価値と資産状況や収益力・市況等にもとづいて算定された客観的企業価値が異なる場合には、企業の客観的価値を基準に公正な発行価額を評価すべきであるとし、本件企業提携がこれに該当するとした点にある。市場価値と企業の客観的価値が大幅に乖離する場合について、判例・学説共に明確な態度を示したものは存在しなかつただけに、本判決が「特別の理由」によつて、この両者が乖離した場合の判断基準を示したことは意義深い。

二 しかし、右の「特別の理由」の内容いかんにかかわらず、この両者に乖離がある場合はすべて企業の客観的価値を基準にして発行価額を決定すべきであるとする判旨の態度は疑問である。例えば、何らかの新技术の開発あるいは新薬の発見など特に新株引受人とは関わりのない理由によつて株式が異常な投機の対象とされ、市場価値が高騰している場合には、判旨のように、企業の客観的価値に発行価額の基準を求めることが、新旧株主の関係において公平であると考えられる。これは相対的取引という面を持たないから、一般の公募の法理があてはまるためである。これに対して、本件のような企業提携の場合には、新株引受人の利益より株主の利益保護にその

重点を置く必要があると考えられるため、右の基準のとり方では納得しえない。

そもそも企業提携を目的とした場合の新株引受による資本参加においては、新株の引受によつて直接得ることのできる利益が主たる目的ではなく、これを手段として企業合同を図らうとするものである。ここには、通常の公募あるいは株主以外の者への割当の法理はあてはまる余地がない。資本参加を企図した企業の側は、新株引受そのものから生ずる利益よりは、もつばらそのことを契機とした企業提携・合同に対して多くの配慮をおくものと考えられる。このように考えてくると、新株の発行価額の決定は、旧株主の利益を図ることにその意を注げば足るのであつて、新株引受人たる企業が、旧株主にとつて有利な市場価額を基準とする発行価額で新株を引受けたとしても、提携それ自体により相当の対価を得ることができるのであり、新株引受人にとつて不公平になる事情は全くないわけである(森本滋・本判例批評ジュリスト五八四号一四六頁)。

しかも、本件のような企業提携・合同を目的とした新株発行の場合には、発行価額の公正さの確保という点からも企業の客観的価値を基準とすることには問題がある。というのは、一般の公募の場合には、取締役会が時価と募集消化の可能性とを考慮しながら、なるべく株主にとつて不利益とならない時価に近いところで発行価額を決定するが(鈴木竹雄・新版会社法二〇五頁)、それは引受人との予めなされる合意などを必要としない取締役会の一方的な決定であることに於いて発行価額の公正さが保障されている。これに対して、本

件のように企業提携を目的とした新株発行の場合には、予め当該企業との話合を行ない、その合意に基づいて取締役会が新株発行を決定するという方法をとるため(本件においてもこの点は明らかである)、価額についても、公募の場合と異なり、取締役会が独自の立場で株主にとつて利益となるよう決定することはできず、逆に、力関係におかれて株主に不利に発行価額が決定されるおそれがある(水田耕一・第三者割当と新株の発行価額・商事法務四七六号八頁、さらに水田氏は基準が一株あたりの純資産額とすると外部からは不明確であり、また市場価額としても取締役会決議当時のものではないと公正さの程度の判断が困難であると主張される)。

このような観点から、企業提携を目的とした新株発行の場合、その発行価額は、もつばら株主の利益となる取締役会の新株発行決定当時の市場価額を基準とすべきであつて、このため新株引受人たる資本参加企業の発行価額についての利益が度外視されたとしても、それは公平に反することにはならない。

三　そこで、私見のように考えてくると本件新株発行価額は、基準とされるべき市場価額(新株発行決定時)の半額以下であることから、はたして「特に有利な発行価額」となるのか、「著しく不公正な発行価額」となるのか、そしてさらには、この両者の関係いかにが問題となる。

一般には、少なくとも、発行価額が特に有利であるにもかかわらず株主総会の特別決議を経ない場合、その価額は著しく不公正な発行価額となる(近藤弘二・注釈会社法⑤一七八頁、一九〇頁)と説か

れており、この限りでは、私見によれば、本件はまさにこの場合に該当することになる。しかし、これでは全く相互の関係を解決したことはない。

そこで、何が特に有利な発行価額であるかの検討からはじめる。

特に有利な発行価額かどうかは、結局、通常新株を発行する場合に発行価額とすべき価額、すなわち適正または公正な発行価額との比較において定まるものであり、その差額が軽微な場合を除外したものである（大森忠夫・注釈会社法(5)五二頁、五三頁。適正ないし公正な価額の具体的な決定方法について、同五二頁に詳しい）。しかし、この適正ないし公正な発行価額というものは、特に有利な発行価額についての一応の基準というものでしかなく、いわば推定的な作用を有するにすぎない（近藤・前掲書一九〇頁）。それが、確定的な作用をもたらすのは、商法第二八〇条ノ二第二項の要件である株主総会の特別決議と、特に有利なる発行価額を以て新株発行をすることを必要とする理由との相関関係においてである。

特に有利な発行価額で発行する必要がある、そこに合理的理由のある場合には、総会の特別決議を経ることによつてその発行価額は公正なものとなり、逆に特別決議を経ない場合には、不公正な発行価額となる。これに対して、特に有利な発行価額で発行するに際して、これを必要とする合理的理由のない場合には、総会の特別決議の存否によつて異なるであらうか。一般には、総会の承認をえている以上、たとえそれが旧株の適正ないし公正な発行価額を下廻るものであつても、不公正な発行価額の問題ではないとする（富山

康吉・新株引受権・株式会社法講座第四卷一二七二頁）。しかし、総会の承認がなければもちろん、たとえ総会で決議したとしても、個々の株主が会社財産に対して有する割合的地位を圧縮しうるものであらうか。無議決権株を発行している場合など説明が困難と思われる（高島正夫・新株引受と有利発行・会社法の諸問題四〇七頁）。総会の決議の有無にかかわらず、特に有利な発行価額での発行を必要とする合理的理由のない場合は、すべて不公正な発行価額ということになる。

四 右のように考えてくると、商法第二八〇条ノ二第二項は極めて限定された範囲内のことを規定したものとみることができ。特に有利な発行価額であるのに、株主総会の特別決議を経なかつたときは、前述のように不公正な発行価額の問題となり、商法二八〇条ノ一〇ないしは二八〇条の一一の問題となる。他方、特に有利な発行価額であると思つて特別決議を経たが、実は特に有利な発行価額ではなかつたという場合には、決議事項でないことを決議したことになり、会社は無駄な費用を使つたという結果にもなりかねない。このように株主総会の決議事項を限定しておきながら（商法三三〇条ノ二）、極めて不明確な「特に有利なる発行価額」にこれを要するとしているのは、こうした危険を避けるためにはなるべく株主以外の者に新株を発行しないことが望ましいとの態度の一表現とも考えられるのである（堀口亘・本件判例批評・判例評論一七四号一四三頁）。

そもそも、「特に有利な発行価額」で発行することによつて、第三者に利得させることだけが目的であるような場合にも、法がこれを新株発行という極めて重大な場面において許容するものであらう

か。法が「特に有利な発行価額」で引受けることを認める場面は、会社の利益ひいては株主の利益を指している場面のみ限定するはずである。そして、規定が合理的理由を開示することを要件としていることから、本来第三者に対して特に有利な発行価額で発行することは許されるものではなく、ただとくに必要とする理由のあるときにのみこれを認めるとの趣旨がうかがわれよう(阪植光男・新株引受権の法理・二〇三頁、二〇五頁)。

そして、現在のところでは、特に有利な価額で第三者に新株発行することを必要とする合理的な理由は、本件のような新株の引受を手段とした企業提携・合同において他にはみあたらない。通常、金融を得るため金融機関に新株を引受けてもらうとか、取引先との連携を緊密にするためとか、外資導入の必要があるためなどがその例として挙げられるが、これらも金融提携、販売提携、生産提携、情報提携、技術提携といった企業提携の一態様にすぎず、このために新株引受という手段を用いたものであると考えられよう。このように考えてくると、商法第二八〇条ノ二第二項の規定は、右のような極めて限定された範囲内の事柄について定めたものとみることができるのである。

単なる企業提携の場合には、通常の業務執行として取締役会の決議で足るものを、有利発行という手段を用いた企業提携ということになると、直接株主の利益に影響あるため、株主総会の特別決議を必要としたとの解釈もできるわけである。

そしてこのように解することは、合併や商法第二四五条第一

項各号に掲げる各種の企業合同について総会の特別決議を必要としていることとの権衡を保つことにもなりそうである(立法論として、こうした閉鎖的な新株発行については、他の企業合同と同様に総会の特別決議を必要とすることが望ましいと主張するものがある。水田・前掲論文八頁)。

これらの点については、立法の沿革からの批判が予想され、その詳細は他日に譲るほかないが、昭和三〇年改正前より、第三者の新株引受権に関する事項を定款の相対的必要事項としていたのは、商法が営業譲渡、賃貸、経営委任などの場合に総会の特別決議を要求している趣旨が、新株の割当という形で取締役会によつて骨抜きにされることを防止するためである(津田利治・新株引受権の正体・私法五号二六頁以下)との指摘がなされ、また昭和四一年改正前においても、割当の結果、資本系統に重要な変更が生じ、会社支配の根本形態にも影響をきたすおそれがあるから総会の特別決議を要すると解する余地もある(高島正夫・新株の公募と株主保護・前掲諸問題三七頁)との主張がなされており、このような根本思想が昭和四一年改正法において変更されたとは考えられない。教次にわたる改正が、もっぱら実際上の要請からなされたものであるということと昭和三〇年改正法の立法の大趣旨は、株主以外の者に対する有利発行はあくまで例外的なものであるから、その手続はなるべく厳重にして、第三者に対する有利発行による株主の不利を填補しようとするところであり、この点が昭和四一年法においても変更をきたしたとは考えられないからである。商法第二八〇条ノ二第二項は、まさに

企業提携・合同について定めたものであり、株主の経済的利益保護とともに、会社支配に対する株主の利益保護についても充分な配慮のなされた規定とみることができよう。

このようにして、企業提携を目的とした新株発行の場合、その発行価額は、企業の客観的価値に求めるべきではなく、新株発行決定当時の市場価額を基準にして決定されることが妥当であり、本件のように市場価額を大幅に下廻つた場合には、商法第二八〇条ノ二第二

## 〔最高裁判事例研究 一五〇〕

昭和五一(四) (最高民集三〇卷  
九号八八九頁)

債務者の代理人が本人としてした作成嘱託及び執行受託に基づき作成された公正証書の効力

配当異議事件(昭和五一・一〇・一二第三小法廷判決)

X(原告・被控訴人・被上告人)は、訴外A株式会社に対する判決の執行力ある正本に基づいてA会社の訴外B銀行に対する債権を差押えたところ、右債権は既にY(被告・控訴人・上告人)がYとA会社間の公正証書の執行力ある正本に基づき差押えていた。そこでB銀行は供託し、配当期日が開かれて配当表が作成されたところ、Xは配当期日に出頭し、右公正証書はA会社の嘱託により作成されたものではないから債務名義としての効力はないとして右配当表の配当金額に異議を述べ、本件配当異議訴訟を提起した。

事実審の確定した本件公正証書作成の経緯は次のとおりである。YはA

項の問題となり特別決議を要することになるわけである。そして本件では、右の決議を経ていないことから、著しく不公正な価額として商法第二八〇条の一一の問題へと展開されることになる。(本件判例批評としては、本文中に掲げたもののほか、坂本延夫・金融商事判例三四五号二頁以下がある)

宮島 司

会社に対して売掛債権を有していたところ、そのうち一〇〇〇万円について債権関係を明確にするため、公正証書を作成することに両者の間で合意が成立した。そこでA会社の代表取締役CはDに対し右内容の公正証書作成方を指示し、印鑑証明書等の必要書類とA会社印を交付したところ、Dは本件公正証書の作成を公証人に嘱託するに際し、A会社代表取締役Cと称し、且つ本件公正証書にCと署名し、その名下にA会社の社印を押印した。第一審、原審とも本件公正証書の効力を否定したところ、Yは、公証人が公正証書嘱託につき厳格な手続を要求しているのは、公正証書が執行手続上強力な権限を有すから、正当な権限を有しない者により嘱託作成されることを防ぐためで、たまたま手続上の違背があつても、実体上の権限がある者の嘱託により作成されたことが明らかで、実体上の権利関係に影響がないことが明白な場合は、当該公正証書は無効とならない、として上告。これに対して最高裁は以下のように判示して上告を棄却した。