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

Title	第三者割当と新株の発行価額
Sub Title	The price of new shares offered to third parties
Author	阪埜, 光男(Banno, Mitsuo)
Publisher	慶應義塾大学法学研究会
Publication year	1978
Jtitle	法學研究 : 法律・ 政治・ 社会 (Journal of law, politics, and sociology). Vol.51, No.11 (1978. 11) ,p.31- 59
JaLC DOI	
Abstract	
Notes	島谷英郎先生追悼論文集
Genre	Journal Article
URL	https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00224504-19781115-0031

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.

第三者割当と新株の発行価額

阪　埜　光　男

一

株主以外の者に対し、有利な価額で新株が発行されると、旧株の価値が下落し、株主の有する経済的利益は害される。しかし、株主以外の者に対して有利な価額で新株を発行することが、会社の資金調達上必要な場合もある。

そこで商法は、株主の経済的利益を保護するとともに資金調達の便宜を考えて、発行価額の有利性が軽微な場合には、取締役会の決議のみで、その有利性が著しい場合には、取締役会の決議のほかに株主総会の特別決議を得ることを条件に、株主以外の者に対して新株を発行することを認めている（商法二八〇条の二第一項、第二項）。

ところで、第三者割当とは、会社が、主として企業提携、技術提携あるいは金融を得るなどを目的として、提携先の企業あるいは融資をしてくれる金融機関など株主以外の第三者に対し新株引受権を与えて行なう新株発行をいうが、[1] この場合には、公募の場合と異なり、新株発行価額など新株発行の条件は、取締役会において新株発行が決議される前に、既に発行会

社と割当先の第三者との合意によつて決められるのが通常であり、この場合、割当先の第三者は自己に有利な条件を申し出る場合が多く、発行会社としても、新株発行の目的を達成させるためには、相手方の要求に応じなければならない事情があることなどを考えると、この場合の新株発行価額は、適正ないし公正な価額よりかなり低く決定されることが予想され、その結果、既存株主の経済的利益を著しく害するおそれがあるといえる。

したがつて、株主の利益を考慮すれば、第三者割当自体を否認することが、もつとも望ましいということになるが、会社が、第三者割当を行なうことによつて有利な資金調達を実現するという利益も無視しえないことを考えると、第三者割当の是非は株主総会の特別決議で決定させるという取扱が妥当ということになろう。

ところで、第三者割当に関する商法の沿革[2]をみると、昭和四一年の商法改正前までは、第三者割当の場合には、発行価額のいかんにかかわらず、株主総会の特別決議を必要としていたため、発行価額が適正ないし公正な価額よりかなり低くても、それについて、総会における株主の承認がある以上、さして問題とする必要はなかつた。ところが、昭和四一年の商法改正により[3]、第三者割当も公募の場合と同様に、原則として取締役会の決議だけで行なうことができるようになり、前に一言したように、適正ないし公正な価額より特に低い発行価額（株式引受人にとつては特に有利な発行価額）をもつて新株を発行する場合にのみ株主総会の特別決議を要することになつたため、特に有利な発行価額の解釈いかんによつては株主の経済的利益に重大な影響を与えるおそれがでてきている。

そして、その危惧は、昭和四四年一月にアイワ株式会社が企業提携の目的でソニー株式会社に対して取締役会の決議のみで行なつた第三者割当に関する訴訟についての昭和四七年四月二七日東京地裁判決（詳細は後述）ならびに、その二審判決である昭和四八年七月二七日の東京高裁判決が出るにおよんで表面化したといえよう。すなわち、これまで学説は、特に有利な発行価額の判定基準となるべき公正な発行価額の算定にあたつて、一般には株式の時価より低くても、低さの程度が一〇

パーセントないし一五パーセント位の範囲にとどまるならばなお公正な発行価額と認められるとし、実務においても、公募の場合には、この程度の価額が慣行的に定められる発行価額の一応の目安とされている。(4)

しかるに、上述の第三者割当において決定された新株発行価額は、後述するように決定時の株式の市場価格の五〇パーセント以上も低い価額であつた。これまで、このような事例に関する訴訟はなかつただけに、その成行が注目されていたが、前掲東京地裁判決および東京高裁判決は、いずれも、当該新株発行価額は著しく不公正な発行価額（一般に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ていない場合、その価額は著しく不公正な発行価額となると考えられている）にも特に有利な発行価額にもあたらないと判示したのである。これは、第三者割当の場合には、新株発行価額が、決定時の株式の市場価格を大幅に下廻つていても、場合によつては、株主総会の特別決議を要しないとする考え方を示したものであり、その実際界に与える影響は大きいものといわねばならない。しかし、この考えは、企業経営のためには株主が犠牲になることはやむをえないとする経営者本位の考え方と一脈通ずるものがあるように思われ、したがつて、承服できないのみならず、このような考えが右判決を機縁として、今後、一般化するおそれがあるだけに、そして、また、一般化した場合には、株主保護のための商法の各種の規定（商二八〇条ノ二第二項、同二八〇条ノ一〇、同二八〇条ノ一一）を、無機能化するおそれがあるだけに、株主の利益保護を重視する立場(5)からは、右の判決の考えを見過すわけにはいかないのである。

そこで本稿では、右判決を手掛かりとして、「第三者割当と新株発行価額」に関する問題点を検討してみることにする。

(1) 上場会社において、昭和五二年度の第三者割当は取引所の上場廃止基準の強化に対処した上場資格維持の目的で行なわれたのが圧倒的に多かつたが（詳細は増資白書一九七八年版商事法務八〇七号一三頁以下参照）、これは一時的な現象にすぎず、昭和四〇年代の第三者割当は本文で述べたような目的で行なわれる場合が多かつた（詳細は山一証券等「わが国企業の資金調達―その回顧と展望―」一〇九頁以下参照）。なお、昭和三〇年頃までは会社の役員・従業員へいわゆる功労株として第三者割当を行なうことが多かつたが、最近ではこのような例はあまりみられない。

(2) この点については、阪埜「新株引受権の法理」七九頁以下参照。

（3）　改正理由については同右八五頁以下参照。

（4）　大森・注釈会社法(5)（以下において注釈という）五二頁。

なお、最近の情報によれば、公募価額と時価との差であるいわゆるディスカウント率は従来より縮小の方向にあり、昭和五二年七月以降のディスカウント率は七パーセント台となつているとのことである（前掲商事法務八〇七号五頁）。

（5）　私は株主の資本拠出にもとづいて会社企業がなりたつている以上、出資者としての株主、経済的所有者としての株主の利益が保護されるべきことは当然のことであると考えている（阪埜・前掲書二五八頁）。

二

冒頭に挙げた昭和四七年四月二七日東京地裁判決[1]の事案は次のとおりである。発行済株式総数一二〇〇万株の訴外A会社（アイワ株式会社）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A会社は有力企業との提携を求める方針をとり、被告Y会社（ソニー株式会社）と資本参加を前提とする提携の話合を進め、結局A会社は倍額増資を行ない、新たに発行すべき株式一二〇〇万株をすべてY会社が引き受けることになつた。引受価額については双方の協議折衝がなされたが、同年一一月末になつて一株金七〇円で話合がまとまり、これにもとづいてA会社は昭和四四年一月一〇日取締役会を開き、一株の額面金五〇円の記名式普通株式一二〇〇万株の新株を発行価額一株金七〇円で発行し、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、同月三〇日右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、一株につき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（昭和四四年一月九日）のA会社の株式の市場価額は一株につき金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、A会社の高度の技術は種々の企業から狙われていたこと、新株の公正な発行価額は、発行会社の株式が市場に上場され

ている場合は、単に純資産額によつて決するべきではなく、市場価額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で、右新株の発行価額は一株につき金一三七円七五銭とするのが公正であり、その約二分の一である金七〇円とするのは著しく不公正であり、Y会社はA会社の資金不足に乗じ、いわゆる資本参加してその支配権を獲得すべく、A会社の代表取締役と相謀つて右のような不公正な発行価額で新株を引き受けたのであるから、Y会社はA会社に対し公正な発行価額と右引受価額との差額を支払う義務があるとして、Xは、昭和四四年一月六日到達の書面をもつて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会社はこれに応じなかつたので、Y会社に対して右差額金の支払を求める代表訴訟を提起した。

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、会社の資産状態、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、一四五円となつたものであるから、これを基準に新株の発行価額を定めるのは適当ではなく、A会社の資産状態（昭和四三年五月期の決算に関する財務諸表による一株当りの純資産は六三円七一銭であつた）およびY会社等によるA会社テコ入れの噂が流れる以前の一年間の平均株価（七〇円九九銭）を考慮すると七〇円の発行価額は公正なものであると主張した。

判決は、上場会社の場合には、市場価額が、通常は、資産の内容、収益力および市況を考慮した企業の客観的価値を反映して形成されているのであるから、新株の公正な発行価額は、これを基準にして決定すべきであるが、本件のように「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はもちろんである」と説示するとともに、さらに「特定の相手方との間の企業提携の方法として新株の発行がなされる場合には、一般の投資を求める場合と異り、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の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ろうし、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額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額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額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」と判示し、本件新株発行価額は、Y会社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ほぼ一致するものといえるから著しく不公正な発行価額とはいえないとしてXの請求を棄却した。(2)

本判決の意義は、上場会社の新株発行において、発行価額決定日前日の株式の市場価額（以下単に市場価額という）に公正な発行価額の基準を求めるべきであるとの一般的考えが常に妥当するわけではなく、特別な理由によつて、市場価額と企業の客観的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決定すべきであり、その場合の客観的価値の算定基準は市場価額とは別の所に求めるべきであると判示している点にある。これまで、上場株式について、市場価額と企業の客観的価値が大幅に乖離している場合に関し、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、(3) 本判決が、この点についての判断基準を示したことは意義深い。

しかし、このような判決の考え方を是認してよいかは疑問である。以下、疑点をあげて、検討を加えよう。

第一は、市場価額と企業の客観的価値が異なる場合には、公正な発行価額の算定にあたつて、市場価額を全く考慮する必要はないとしている点である。新株の公正な発行価額は、新株引受人にどれだけの金額を払い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という観点から決定されるべきものである。すなわち、旧株の発行価額はすでに企業に投入され、旧株主の資本的寄与は会社の資産および収益力の上に発現され、これを象徴するものが企業の客観的価値である。ところでこの企業に新たに参加して、しかも旧株主と平等の待遇をうけるためには、旧株主と同等の資本的寄写が必要であり、したがつて新株引受人が出捐すべき額、換言すれば新株の発行価額は、一株あたりの企業の客観的価値にひとしくなければ公平の理念に反することになる。(4) そして、通常は、市場における株価は企業の客観的価値を反映して形成されるから、一般には、公正な発行価額は市場価額を基準として算定されることになる。しかし、株式市場も一の競争市場である以上、そこで形成される株価が常に企業の客観的価値のみにもとづくとは限らず、場合によつては、企業の客観的価値以外の投機的思惑、その他の人為的な要素によつて、騰落することもあるのであるから、上場会社の新株の発行価額の決定にあたつては、常に発行価額決定時の市場価額だけを絶対視することは問題であろう。だからといつて、右市場価額を全く考慮の外においてよいであろうか。旧株主の経済的利益の内容としては、資産状態、配当状況、収益力を考慮して算出される企業の客観的価値に対する持分（以下において持分価値という）と、取引相場のある株式については、市場で株式を売却するときの価格すなわち市場価値が考えられる。株式が市場価値を有しており、市場価値が持分価値を超えているときは、持分価値だけにとどまらず市場価値自体の維持も旧株主にとつて重大な利害関係がある。(5) このように考えると、本件のように発行済株式数と同数の新株を発行し、しかもその全部を株主以外の者に割り当てる場合には、発行価額いかんによつては新株発行により株式の市場価額が大幅に下落するおそれがあるから、発行価額決定時の株価が特別な理由により企業の客観的価値を適切に反映して

いないからといつて、発行価額の決定に当り右株価を全く考慮しないのは妥当でないと思われる。[6] 幸いにも、本件の場合は、有力企業の資本参加であつたため、新株発行による株価の下落も生ぜず、むしろ株価は上昇を続けたので、[7] この点における旧株主の経済的損害は問題とせずにすんだが、すべての新株発行が、本件のような状態で推移してゆくとは限らない。

第二は、企業の客観的価値は会社の資産内容、収益力、市況等から考究して決定すべきであるとして、A会社の株式市価を新株の発行価額決定日（昭和四四年一月一〇日）より約半年前から遡つて一年間の平均株価を基準に判定し、その判定に当り、昭和四三年七月から新株発行価額決定日迄の約半年間の株価を全く考慮の外においている点である。A会社の株式市価の動向をみると、[8] 昭和四二年六月から昭和四三年五月までは六〇円から八〇円のあたりを動いているが、昭和四三年五月期を無配にする旨発表した同年六月は五一円と落ちこみ、同年七月は九八円と急騰、同年八月は七八円と一時下つたが同年九月からは八六円、九〇円、九九円と同年十一月まで上昇を続け、同年十二月には一四二円と急騰している。このようなA会社の株式市価の推移と昭和四三年七月以降A会社と同種の事業を営み業態も類似している会社の株価が下落気味であつたことなどから、本判決は、昭和四三年七月からのA会社の株価は企業提携の見込を反映して形成されたものと考え同年七月以降新株発行価額決定日までの株価はA会社の企業の客観的価値算定の要素になりえないと判断している。A会社の株式市価およびA会社と同種業態の会社の市況等を勘案すると、同年七月以降のA会社の株価はY会社との企業提携の見込が織り込まれて形成されていることは確かであろうが、元来、株価は企業の客観的価値を基礎に、投機的思惑その他の人為的要素が加つて形成されるものであり、株式のどの部分が投機的思惑によつて形成されているかを判定することは困難であるから、右株価を企業の提携に影響されて形成されているという理由だけで、A会社の企業の客観的価値の算定に当つて、全く考慮しないのは疑問である。[9] 判旨の考え方を押し進めれば、一般の増資（新株発行）の場合にも、増資の期待が織り込まれて形成された株価は考慮の外におくことになり、会社が増資を目論むときは、その噂が巷間に取沙汰されてから増資が実行され

るまで株価が上昇を続けるのが普通であるから、[10] 慣行となつている新株発行価額決定時の株価を基準として公正な発行価額を算定することは妥当とはいえず、右期日より相当前の株価を基準として算定しなければならなくなるであろう。そして、このような考え方を是認することは、結果的には、発行価額決定時の株価に比し、相当低い発行価額でも公正な発行価額のカテゴリーに入る余地を与える危険があるとともに、いつの時点での株価が企業の客観的価値を適切に反映しているかの判定が非常に困難であることを考えると、裁判官の恣意的判断により、既に述べた市場価値との関連における旧株主の経済的利益が著しく侵害されるおそれがある。したがつて、新株の公正な発行価額の算定基準となるべき旧株の株価を発行価額決定時より相当前の時期のそれに求めることは妥当でない。

第三は、発行会社の株式の市場価額が企業の客観的価値より高額である場合には、その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、これによることはできないと説示している点である。既に述べたごとく、株主以外の者に対し、新株発行が行なわれる場合、その発行価額は公正でなければならないという要請は、旧株主と新株引受人の経済的地位の公平を意図しているが、その重点は旧株の価値の下落によつて旧株主が受ける経済的損害の発生防止にある。商法が、新株引受人にとつて特に有利な価額で新株を発行する場合に株主総会の特別決議を経ることを必要としているのも（商法二八〇条ノ二第二項）、また同じ趣旨である。したがつて、新株の発行価額を決定するに当つては、会社は旧株主にできるだけ不利益を与えないように意を注げばよいのであつて、この場合新株引受人の利益を考慮する必要はない。[11] 換言すれば、新株の発行価額の公正性は新株引受人については問題とならない。「引受人が損害を蒙むるのは、発行価額が公正な価額より高いときであるが、引受をなすか否かは自ら決するところであり、その受ける損害は自発的行為の結果である」との考え[12]は右の立場を補強する。このように、決定された発行価額が旧株主の利益を保護しうるものである以上、たとえ、それが、新株引受人に不利な額であつても、それはなお公正であると言いうると考えるが、かりに判旨のよ

うにそれは公正とはいえず、公正というためには旧株主の利益と新株引受人のそれとの釣合がとれていることが必要であると解したとしても、本件の場合、発行会社が企業の客観的価値より高額の市場価額を基準として新株発行価額を決定することは、何ら新株引受人に不公平とはならないと考える。なぜなら、一般の公募の場合とは異なり、本件のように企業提携を目的として新株引受が行なわれる場合には、新株引受人は、通常、新株の引受によつて直接得ることのできる利益よりも、新株引受を手段として生ずる企業提携自体より得る利益の取得を目的としており、[13] また提携自体により相当の対価を得ることができると思われるから、この場合には、新株引受人にとつて不公平になる事情は存在しないからである。[14] このようにみてくると、発行会社は、もつぱら旧株主の利益を考慮して新株発行価額を定めれば、それで足りるのであつて、本件の場合、市場価額が企業の客観的価値よりも高額であるからとの理由で、これを無視して発行価額を決定することは許されないと考える。

以上を要するに、企業の客観的価値に対する持分（持分価値）のほかに、株式が市場価値を有するときは、その市場価値もまた株主の経済的利益を構成するものであり、発行価額が新株引受人にとつて不利に定められても、それは公正な発行価額決定に際しての公平の理念に反するものではないから、たとえ市場価額が一株当りの企業の客観的価値より高額であつても、市場価額を度外視することは妥当でなく、むしろ市場価額を重視して新株の発行価額を決定すべきもののように思われる。[15]

さらに、判決は、企業提携の方法としての第三者割当は、一般の投資を求める場合と異り、新株の発行を成功させるためには、予め引受先との間で引受価額を含む発行の条件について協議しその承諾を得なければならず、その点で相対の取引に類する面をもつといえるが、この場合、相手方は自らの資本参加による提携が影響して形成された高額の株価を基準に算定された価額で引き受けることには承諾せず、右の提携に影響されない時期の株価ないしは株式の持分価値を基準に算定され

た比較的低額の価額で引き受けることを要求するのが通常であり、この要求は取引の通念に照らし不合理ではなく、発行会社においてもこれを無視しえないとして、決定された発行価額と高騰した市場価額との間に差があつても、それは不公正な発行価額とはいえないと判示している。本件の場合、発行価額の決定について株主総会の特別決議はなされていないから、「著しく不公正な発行価額とはいえない」とする判決の結論は、このような発行価額も取締役会の一存で決定できるという趣旨に読みとれる。[16] しかしながら、右の判決理由は、いわゆる有利価額発行について取締役が株主総会の特別決議による承認を得るための合理的理由（商法二八〇条ノ二第二項参照）にはなりえても、取締役会の一存で新株発行価額を決定しうる根拠とはなりえない。なぜなら、一般の公募の場合とは異なり、企業提携を目的とした第三者割当の場合には、判旨にもあるごとく、予め発行会社が第三者と話合い、その合意にもとづいて、取締役会が新株発行を決定するため、発行価額についても、取締役会が独自に株主の利益を考慮してこれを決定することができず、力関係に押されて、既存株主に不利に決定されるおそれが多分にあるからである。[17] 確かに、新株引受人の立場からは、発行価額は低ければ低いほど望ましく、このような希望は取引の通念に照らせば不合理ではないかもしれないが、発行価額が公正でなければならないという要請は、既に述べたように、既存株主の経済的利益を保護するために存在しているのであり、法が有利価額発行について株主総会の特別決議を必要としているのも、右の目的によるものであるから、たとえ、発行会社と新株引受人との合意で決まつた発行価額が取引の通念に照らし不合理なものとはいえないとしても、その価額が本件の場合のように決定時の発行会社の株式の市場価額より著しく低い場合には、取締役会の一存で新株発行をすることができず、その発行価額で発行してよいかどうかにつき既存株主の判断を仰ぐべきであるからである。したがつて、本件新株発行価額の決定に当つては株主総会の特別決議を得ることは必要でないとする判旨には賛成できない。

（1）判例時報六七九号七〇頁。

(2) Xは控訴したが、昭和四八年七月二七日東京高裁判決（判例時報七一五号一〇〇頁）は第一審判決と同趣旨の判断をし、控訴を棄却している。
(3) 大森・前掲注釈五二頁参照。
(4) 阪埜・前掲書一九五頁。
(5) 森本・本件判批ジュリスト五八四号一四六頁。
(6) 同旨森本・前掲一四六頁。なお森本・同頁は市場価額を考慮すべきであるとの理由として新株引受人と市場で旧株を取得した者との間の公平を問題としているが、公正な発行価額は旧株主と新株引受人との間で問題となるのであるから、市場で旧株を取得した者との関係まで考える必要はないと思う。
(7) A会社の新株発行後の株価は、昭和四四年五月七日には三〇二円、同年七月二二日には三三〇円、同年一〇月二九日には三五八円と上昇を続けた。
(8) 前掲判例時報七三頁別表「アイワ株式市価推移」参照。
(9) 田中（誠）・全訂会社法詳論下六八四頁は半年間の株価の除外の理由につき詳細な説明を必要とする。坂本・本件判批週刊金融商事判例三四五号五頁も除外の理由が明示されていないとして本稿と同一の疑問を抱いている。
(10) 長浜「新株発行価額の公正性」早稲田法学三八巻三・四号二一四頁。
(11) 阪埜・前掲書一九五頁以下。
(12) 長浜・前掲二一〇頁。
(13) 宮島司・本件判批法学研究五〇巻一一号一一四頁。
(14) 森本・前掲一四六頁。
(15) 水田「第三者割当と新株の発行価額」商事法務四七六号七～八頁は企業合同の手段としての第三者割当の場合には、公募の場合と異なり引受人において新株を処分することは全く予定されていないから、このような場合にまで市場価額を重視することが適切であるかは大いに疑問であるとするが、市場価額重視の目的は旧株主の経済的利益の保護にあるのであって引受人の立場を考慮するものではないから引受人が新株の処分を予定していないということは市場価額よりも会社の純資産額を重視して発行価額を決定すべきであるとの結論には結びつかないように思われる。
(16) 一般に、発行価額が新株引受人にとって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ていない場合、その価額は著しく不公正な発行価額になると解されている（近藤・前掲注釈一七八頁参照）。したがって右決議を経なくて決定された価額が著しく不公正な発行価額でないということは、特に有利な価額でもないことになり、このような価額は取締役会の一存で決定しうることになる。
(17) 水田・前掲八頁。

三

ところで、商法二三〇条ノ二は、株主総会は商法または定款に定める事項に限り決議をすることができる旨定めている。

したがつて、有利価額発行でない場合には、株主以外の者に対し新株が発行される場合でも定款に別段の定めがない限り、発行の条件について株主総会で決議することはできない。取締役会が、発行価額が商法二八〇条の二第二項にいう「特ニ有利ナル発行価額」に該当すると考えて、株主総会の特別決議を経たが、実は特に有利な発行価額ではなかつたという場合には、株主総会は決議事項でないことを決議したことになり、会社としては、総会の招集その他に無駄な費用を使つたということになる。(1) このように法が株主総会の決議事項を限定しておきながら、後述するようにその意味が極めて不明確な特に有利な発行価額での株主以外の者に対する新株発行に株主総会の決議を必要としているのは、あまり適切な立法とはいえないであろう。(2) この点に関連して興味があるのは、次の第一紡績事件である。その事案は、以下のとおりである。

発行済株式総数一二〇〇万株のY会社（第一紡績株式会社）は、その三分の一に当る新株四〇〇万株を第三者に一株一三〇円の発行価額で割り当てるにあたつて、昭和四七年九月二〇日臨時株主総会を開催し、右新株発行についての承認を得ようとした。しかし、社員株主らのシュプレヒコールと反対株主らの怒号とで議場は混乱し、承認決議がなされたかどうか不明の状態で株主総会は終了した。そこで、Y会社の発行済株式数の一一・五パーセントを所有するX ら一〇名は、取締役会の決議で新株の発行価額を決定した日の前日におけるY会社の株価は一九五円であるのに発行価額は一三〇円で低廉すぎるから、本件新株発行はいわゆる有利価額発行に該当する。しかるに右発行価額の決定につき株主総会の特別決議を得ていないとの理由で、本件新株発行の差止を求める仮処分を申請した（他にも申請理由があるが本稿に関係がないので省略する）。

これに対し、裁判所は（昭和四八年一月三一日大阪地裁決定）、(3) 新株の公正な価額とは、それを決定した時点において、目的とされる新株発行を実現することが可能な限度で旧株主にとつて最も有利な価額を指すので、決定時における企業の客観的価値により決定されるが、企業の客観的価値とは、当該企業の資産状態、収益力等から総合的に判断されるものとし、右株価一九五円は、昭和四七年六月以降におけるXらの買占めを主たる原因として形成されたものであるから、本件新株発行価額

算定の基準とはなりえず、Y会社が類似会社の株価と比較してそのあるべき株価を一六〇円ないし一七〇円と考えたのは妥当であり、本件新株発行価額一三〇円は、その二割前後低いだけであるから、右発行価額をもつて特に有利な発行価額ということはできないと説示し、Xの申請を却下した。

Y会社は、最初は、本件新株発行価額が特に有利な発行価額に該当すると判断したからこそ、臨時株主総会を開いて特別決議を得ようとしたが、総会が流会のやむなきに至つたため、後では特に有利な発行価額ではないことを主張しなければならなくなつたものである。裁判所は、Y会社と資本金、配当、一株当りの純資産、純利益等の点で極めて類似している会社（以下において類似会社という）の株価等を参考に算定されるY会社のあるべき株価（一六〇円ないし一七〇円）と較べると、右新株発行価額をもつて特に有利な発行価額とはいえないというが、Y会社は最初は特に有利な発行価額であることを自認していたのであり、そのような事実を発行価額が特に有利といえるか否かの判断に当つて全く考慮しないでよいかは疑問である。[4] なお、裁判所は、新株の発行価額は、原則として発行価額決定時の株価を基準として決定すべきであるが、株価が企業の客観的価値を適切に反映していない場合には、右株価を基準としえないとする。これは、前述の昭和四七年判決と同じ考えであり、この見解に承諾できないことは既に述べた通りである。ことに、本件では、右株価によれない理由をXらの株式買占めに求めているが、増資の決定が近づくと、会社の営業が良好の下では（本件Y会社に特に営業が不振であるとの理由はみあたらない）、株価は上昇するのが通常であるから、株式買占めが行なわれたという理由だけで、右株価を発行価額決定の基準からはずしてしまうことは問題であろう。[5] また、裁判所は、企業の客観的価値は当該企業の資産状態、収益力等から総合的に判断されるべきであるとしながらも、前述の昭和四七年判決とは異なり、右判断は実際にはかなり困難であることを認めている。そして、Y会社の客観的価値の算定に当り、類似会社の株価を参考としてY会社のあるべき株価を決定するという方法を採つたY会社の算定方式を妥当であると判断している。外部からは明確に認識し難い、そしてまた評価の困難な一

株あたりの純資産額よりも、[6] 株価を基準として企業の客観的価値を算定すべきであるとする考え方は是認できるが、Y会社の株価を類似会社のそれを参考にして算定することには問題がある。なぜなら、参考とすべき類似会社を選出する場合には規模、業態、業績等においてY会社との類似性が要求されるとともに、類似会社の株価が、その会社の資産状態、収益力を適切に反映していることが必要であるが、それを見定めることは、非常に困難と思われるからである。

このようにみてくると、市場性のある株式の場合には、発行価額決定時の発行会社の株式の市場価格とは別の基準で発行価額を定めることは、その決め手がないだけに、裁判官の恣意的判断をもたらし易く、これまでの判例の傾向からして、[7] 経営者本位の裁判が行なわれる危険があり、株主保護の見地からは、これを是認することはできない。

(1) 堀口・本件判批判例評論一七四号一四三頁。
(2) 田中（誠）・前掲書六八二頁は特に有利な発行価額か否かの判定は、新株引受権の有無に比し著しく困難であるとして、この困難な基準により手続上重要な差異を設けることには、立法論として疑問があるとする。
(3) 週刊金融商事判例三五五号一〇頁。
(4) 坂本・本件判批週刊金融商事判例三七七号七頁。
(5) 同右六頁。
(6) 純資産額の評価にあたっては、たんに決算書類だけを基準にすることができず、固定資産に対する帳簿価額の是正や帳簿に登載されていない無形資産の評価を必要とする（水田・前掲八頁参照）。
(7) 私が集めえた限りでは、商法二八〇条ノ二第二項が改正された昭和四一年以降の判決において新株発行価額が「特に有利な発行価額」または「著しく不公正な発行価額」に当るとされた事例は見当たらない。

四

既に述べたように、新株が株主以外の者に対し発行される場合に、発行価額の公正性が要求されるのは、旧株主の経済的利益を保護するためであり、株主が投下資本を回収するには、株式を他に譲渡するしかないことを考えると、そこで保護さ

れるべき右利益の内容としては、株式の持分価値よりも流通価値を重視すべきであるから、株式が上場されている場合には、その価格がいかなる要因で形成されていようとも、発行価額決定時の株式の市場価格が公正な発行価額の判断要素となるべきである。そして、市場価格は、持分価値と異なり、外部から明確に認識しうるものであり、恣意による評価の危険もないから、その意味でも市場価格を基準として発行価額が公正であるか否かを判断することは合理的であるというべく、これとは別の基準で発行価額を算定することは妥当ではない。

ところで、非上場の株式の場合（店頭取引がある株式を除く）には、市場価格のような取引価格が存在しないため、発行価額決定時の株価をどのようにして算定するかが問題となる。かりに若干の株式取引があつたとしても、非上場の会社においては、会社支配の目的で取引が行なわれることが多く、その取引価格には多分に主観的要素が含まれている場合が多いから、これにより株価を算定することは妥当ではない。そこで、実際には株価形成要素を考慮していろいろの算定方法が考案されている。

通常、株式の価格の形成要因の主なものとして、会社の資産、配当率、収益力が考えられる。そして、これらの要因に着眼して考案された価格算定方法が、純資産価額方式、配当還元方式、収益還元方式である。

純資産価額方式は、一株の価額は会社の純資産額を発行済株式数で除した額と一応見られるという点（商法二〇四条の三第二項参照）を重視して、株価を算定しようとするもので、これには、純資産の一株当りの簿価を株価とみなすものと、解散時における純資産の処分価値を想定して、それを基準とする方法との二種がある。しかし、純資産価額方式は、右のいずれの方法による場合でも、株式が会社資産に対する持分としての性格を有することに着目して評価するものであり、したがつて、そこで算定されるものは、いわば持分の払戻的価値である。[1] それゆえ、解散が間近に迫つているかまたは清算中の会社における株式の評価ならばともかく、会社が営業活動を継続している場合には、右のような持分はあくまで観念的な形態にとどまり、株主が投下資本を回収するには、株式を他に譲渡して、その交換価値を入手することによつて行なうほかない以

上、営業中の会社の株式の評価に当つては、その客観的交換価値の算定を目ざすべきであり、したがつて純資産価額方式によつて算定することは妥当ではない。ことに、会社の資産が増加しても、社内に相当部分留保され、配当の増加等の方法で株主の利益に還元されることは少ないのが常であり、したがつて右方式で株価を評価する場合には、株式の価額はその客観的交換価値よりも著しく高額になるおそれがあることは、既にいくつかの事案の中で実証されている。(2)

配当還元方式は、一株当りについて将来各期に期待される配当金額を一定の還元率で還元して、元本である株式の価額を算出する方式である。これの最も単純な方式は、現在の配当額を一定の還元率で割るものであるが、この方式による場合には、当該会社の現在の配当政策が永久に続くとの仮定を前提とする。しかし、実際にはこのような単純な方法で算定するわけにはいかない。当該会社の将来における配当政策と配当能力について、できる限り正確な見とおしをつけ、それをもとにして元本である株式の価格を算定することが必要である。(3) このためには、当該会社の将来について、経営学的なきわめて詳細な検討がなされなければならず、これには専門家の鑑定を必要とする。一般には、支配権をもたない株主の株式の価値の評価については配当還元方式がもつとも妥当であるとされており、(4) 裁判所が右方式を採用した具体例として、昭和四七年四月一九日大阪地裁岸和田支部判決がある。(5) その事案は次のとおりである。資本金五〇〇〇万円で発行済株式数一〇万株の非上場会社であるY会社（大津工業株式会社）は、大阪中小企業投資育成会社に投資を依頼し、その投資決定にしたがい、一株の発行価額を六五〇円とする株式八万株を発行し、これを全部右投資育成会社に割り当てる旨の取締役会決議をした。そこでY会社の八九〇〇株の株主であるXは、右六五〇円はY会社の右決議時における適正な一株の価額（一二八〇円以上と試算）に比し低廉に失し、商法二八〇条の二第二項の「特ニ有利ナル発行価額」に当るとして新株発行の差止を求める仮処分を申請した。本判決は右仮処分に対する異議事件についてなされたものである。Xが後述の類似業種比準方式を中心にY会社の株式を評価し、その価格は少なくとも一二八〇円以上であることを主張したのに対し、裁判所は、本件新株の割当先である中小

企業投資育成会社は、法規により、役員の派遣は勿論のこと経営への参加が禁止されており、引き受けた株式を自由に処分することもできず、一〇年間株式を保有することが義務づけられている。一般的にみれば、支配権をもたない株主の株式の価値はまつたく配当請求権に帰一するから、本件のように新株引受人がまつたく支配権を行使できない場合には、株式の価格は配当還元方式により評価されるべきであるとし、この方式による諸鑑定の株式の評価額は最低で四九二円、最高で九一六円、平均で約七〇〇円となつているが、このような評価額からみれば、本件新株発行価格六五〇円は低い価格ではあるが、著しく不公正な価額とは解しがたいと判示して仮処分を取り消している。Y会社に対し支配権を行使することができず、一〇年間の株式保有義務を負う投資育成会社が増資新株を引き受けた場合に、その株式保有により得る利益は、毎期の利益のうちから株主に還元される一定の配当金のみであり、一般に、一株当りの会社の収益力が必ずしも一株当りの株式の収益力を意味するものではないことを考える時、本件株式の価格を収益還元方式で算定することは妥当でなく、また営業中の会社について純資産価額方式によることの不当性については前に述べたとおりであるからこの場合には、判旨のいう通り配当還元方式で評価するのが無難かもしれないが、この方式による場合には、業界全体の今後の動向と、その中での当該企業の位置づけ、および資本構成の変化等を明らかにすることを通じて、今後かなり長期にわたつての当該会社の配当の予測がなされねばならず、また、適正な割引率を決定するためには、公社債の利子率、多くの企業の自己資本利益率をも参考にしなければならないなど複雑、困難な作業を必要とする。(6) したがつて、このような作業は経済専門家によつてはじめてなしうるが、専門家がやるとしても相当の時間と労力を必要とするばかりか、数人の専門家によつてなされる鑑定結果はまちまちである場合が多く、そのうちのどれを合理的なものとして採りあげてよいかの判断は非常に困難である。本件においても、鑑定結果は四九二円から九一六円まで個々であり、裁判所は全体の平均値を株式の価格と推測しているようである。

収益還元方式は会社の一株当り将来各期に期待される利益を一定の適切な利廻りで還元計算して、元本としての株式の価

額を算出する方式である。通常、利益の多くが会社内部に留保され、利益の増加が直ちに株主への配当の増加になることが少ないことを考えると、右方式は非支配株主によつて所有されている株式の評価には不適当である。

ところで、新株の発行価額の公正性が要求されるのは、旧株主の経済的利益を保護するためであるから、公正な発行価額の判断基準となるべき株式価格は、主として株主の経済的利益の補償の観点から、その算定規準を考慮すべきである。してみれば、そこでの株式価額は、通常、支配、投資、投機の面での価格により形成されるということができよう。そして、これらの価格は、通常、会社の純資産、配当率、収益力、流通価格（市場価格が存在しない場合には、類似業種の上場会社の市場価格を参考にして算定するほかない）等に由来するから、右株式の価格は、これらの価格形成要因を考慮して算定するのがもつとも妥当ということになる。したがつて、既に述べた株価算定に関する三つの方式は、それぞれ一つの要因のみをとらえ、他の要因を無視している点において欠陥があり、特別な事情のない限り公正な発行価額算定の基準となるべき株式の評価方法としては妥当しないと思われる。そこで、この場合には、上場会社のうちから当該非上場会社と類似した上場会社を選び、その株式の市場価格をもとに、純資産、配当率、収益力の三要因をいずれも考慮したうえで当該非上場会社の株式の価格を算定する類似業種もしくは類似会社比準方式[7]の採用が考えられ、実際にも、この方式が多く利用されている。ところで、類似業種比準方式は、相続税財産評価に関する国税庁の基本通達が採用している方式であつて、評価会社と業種、資産の構成、収益の状況、資本金額等の類似する上場会社数社の評価時における株価の平均値を基準として、これに一株当りの配当額、利益額、純資産額などの比率割合による修正を加えて評価会社の株式の価格を算定する方法である。かなり、詳細に定められていて、会社の規模を大、中、小に分け、さらに株式を同族株主（支配株主）が保有しているか、非同族株主（非支配株主）が保有しているによつて区別し、後者の場合には、配当の現在価値により大きな比重をおいており、この方法は、経営学者によつても、純資産価額方式や収益還元方式より妥当なものと評価されている[8]。さらに具体的事件の経験では、この方式で

算定した株式の評価額と、非支配株主によつて所有されている株式の評価方式として理論的には正しいが、実際には、その評価が極めて困難であるとして、その採用に難色が示されている精密な配当還元方式で算出した評価額との間に大きな差がなかつたということを聞けば、[9] この比準方式を採用することがもつとも妥当ということになろう。しかし、この方式にも問題がないわけではない。この方式を採用する場合には、まず、評価会社と真に類似する上場会社（以下において標本会社という）を選ぶことが必要であるが、この選定は、実際には非常に困難である。現に評価会社と標本会社数社との間には、売上高、純資産額については類似性が認められるものの、その他の点、ことに事業の種類については、類似性があるのか否か不明であるとして比準方式によつて算出された株式の価格を適正とはいいがたいとされた例もある（昭和四八・一一・二九大阪地裁堺支部判決・判例時報七三一号八五頁）。次に、類似業種比準方式は、現に取引がなく、したがつて当事者の合意による価額決定がない相続財産の評価のために考え出された方式であるため、取引相場のない株式を取引相場のある株式と同視する点で無理があることが指摘されている。もつとも、前に述べたように非支配株主の保有する株式については、配当の現在価格により大きな比重をおいているのは、当該株式の取引相場のないことに応じた修正とみることもできるかもしれないが、[10] 類似会社の株価に対しては、なんら修正が施されていないことを考えると、この方式では過大評価になるおそれがあるといえよう。したがつて、一般には、右方式を採る場合には、市場性のない株式を市場性のある株式に投影したことの修正の必要が主張されており、国税庁方式においては、市場性のない株式は市場性のある株式に比して、評価結果において約三〇パーセントのディスカウントを行なつている。市場性のない株式、すなわち換金の容易でない株式の評価にあたつては、相当のディスカウントをなすべきことは当然と思われるが、[11] 具体的にどのくらいなすべきかは、極めて困難な問題である。

このように、株式の真実価値に近い評価ができるものとして実際に多く利用されている比準方式にも、難点があり、同一の事実にもとづく別個の事件において、この方式による株式の評価結果に対する裁判所の判断が食い違つているという具体

例もある。[12]

要するに、市場価格のない株式の適切な評価を求めて、種々の努力が試みられているが、それにもかかわらず、株式の適正な価格を算定することが極めて困難であることは、これまでの裁判例に照らして明白である。[13] そして、このことが、非上場会社の新株発行の場合に、その発行価額が「特ニ有利ナル発行価額」に当るとして株主が新株発行差止の仮処分を裁判所に求めても、それが認められない主たる理由になつているように思われる。なぜなら、この場合、発行価額が「特ニ有利ナル発行価額」に当る旨の挙証責任は株主にあり、[14] したがつて、株主は、裁判官がそれを推認しうるに足る疏明資料を提供しなければならないが、「特ニ有利ナル発行価額」の判断基準となるべき発行会社の株式の価格の適正な評価が困難であるため、裁判官をして株主の主張を認めさせることは難しく、裁判官としても、当事者の主張する株価算定の基準の不十分さを指摘すれば、それだけで株主の主張を排斥できるからである。

(1) 河本「非上場株で店頭取引もされていない株式の買取価格の算定方法」（判批）商事法務研究五五六号一九～二〇頁参照。
(2) この他純資産価額方式の難点については同右一九～二〇頁参照。
(3) 同右二二頁。
(4) 同右同頁。
(5) 判例時報六九一号七四頁。
(6) 河本「非公開株式の評価および新株発行の不公正」（判批）商事法務七九四号二七頁。
(7) 類似業種比準方式と類似会社比準方式の差については、河辺＝池田・新版非公開株式の評価と税務別冊商事法務三二号参照。
(8) 河本・前掲五五六号二〇～二一頁。
(9) 同右二二頁。
(10) 同右二一頁。
(11) 譲渡制限付株式の場合には、同制限のない株式の場合にくらべ五〇パーセントのディスカウントを行なうのが業界の常識となつている（この評価方法は山一方式といわれている。河辺＝池田・前掲別冊三二号四一頁）。
(12) その事案は次のとおりである。

麻袋その他繊維工業品の製造等を事業目的とするY会社（小泉製麻株式会社）がボーリング場を建築し、これを子会社（旭開発株式会社）に賃貸したところ、子会社の経営不振により約一億七〇〇〇万円の損害を蒙つた。さらにY会社の取締役会はA会社（株式会社竹中工務店）がY会社に対して有しているボーリング場の建築工事請負代金の残金四億四八五〇万円のうち二億三〇〇〇万円の債権を現物出資としてA会社に対しY会社の株式一〇〇万株を発行価額二三〇円で発行する旨の決議を行ない、この決議に従つて新株発行が行なわれた。なお、右の発行価額はY会社の株式が非公開であつたため、その算定を大手証券会社に依頼し、類似会社比準方式にもとづき評価された算定結果にもとづき定めたものであつた。

これに対しY会社の少数株主は、右新株発行は有利価額発行の疑いがあるとして検査役の選任を神戸地裁に求めこれが認められた（昭和五〇・三・七決定）。これに対しY会社は抗告したが大阪高裁はこの抗告を棄却した（昭和五一・四・二七決定判例時報八三六号一〇七頁）。この決定の中で裁判所は大手証券会社のなした類似会社比準方式による株価の鑑定結果に対し、含み資産等の要素確認に不備があり、類似会社の選択が適切であるかどうか疑わしいから、右新株発行価額が特に有利な価額である疑いもあるとした。ところが、同一原告が同一事実にもとづき取締役の解任を訴求した事件について、裁判所は右鑑定結果の合理性を是認し、右新株発行価額は特に有利な発行価額に当らないと判断している（昭和五一年六月一八日神戸地裁判決判例時報八四三号一〇七頁）。

(13) これまで述べた裁判例のほか、類似業種比準方式により算定された三三三円という株式の価格を妥当としながら、右株価は発行価額決定時より約一一カ月前の価格であるから、これは公正な発行価額決定の算定基準とはなりえないとし、発行会社の業績が右株価形成時より悪化していることを考慮すれば発行価額決定時には株価がかなり低落していることを推認しうるとして一五〇円という第三者割当の新株発行価額を特に有利なる発行価額とはいえないとした裁判例もある（昭和五二年八月三〇日東京地裁決定金融商事判例五三三号二二頁）。

(14) 田中（誠）・前掲書六八七頁参照。

五

ところで、商法二八〇条の二第二項にいう「特ニ有利ナル発行価額」とは、株主以外の者に対し新株を発行する場合に、発行価額とすべき公正な価額（以下において公正な発行価額という）に比較して、株式引受人にとり特に有利な価額をいうのであるから、[1] ある価額が特に有利な発行価額に当るかどうかは、公正な発行価額を基準として判断されることになる。

それでは、公正な発行価額とはいかなる価額をいうのか、通説は、会社資金調達のために新株を発行しなければならない経営上の要請と旧株主の有する経済的利益保護の要請の調和の見地から、[2] 公正な発行価額を旧株の時価を多少下廻つた価額、[3]

あるいは新株発行により企図される会社の資金調達の目的が達せられる限度で旧株主にとり最も有利な価額[4]もしくは新株の完全消化が可能な範囲での最高価額[5]と解しており、具体的にはその額の決定は困難であるが、結局、市場価格のある株式の場合には、新株の発行を決定する時における会社の株式の市場価格、会社の株価の騰落の習性、会社の資産状態、収益ないし配当状況、発行済株式数、新しく発行する株式の数、株式市況の動向等々や、またこれに応じて推定され予想される払込時期における株式の価格、募集期間中における株式の価格、新株の売買が可能となる時期における株式の価格等々を考慮に入れて定めるほかはなく、また、市場価格のない株式の場合には、株式の市場価格を考慮に入れることはできないため、公正な発行価額を定めることは極めて困難であるが、この場合には、会社の資産状態・収益ないし配当状況などのほか、業種または資本構成など類似する会社の株式で相場のあるものの市場価格を考慮して、その会社の株式の価格を推算して定めるほかはないとしている[6]。

そして、最高裁判決も、この通説の立場を踏襲し、「公正な発行価額は、……新株の消化可能性等の諸事情を総合し、旧株主の利益と会社が有利な資本調達を実現するという利益との調和の中に求められるべきで、……右価額は、決定直前の株価に近接している」ことが必要であると判示している[7]。このように通説・判例は、新株消化の可能性を公正な発行価額算定の重要な要素として考慮の対象としているが、このような考え方にしたがうと、新株消化のためには、相当低い発行価額でも、株主は耐えねばならないことになり、その結果は、旧株主の経済的利益を保護し、新株発行の公正を期している商法の各種の規定（商法二八〇条ノ二第二項、同二八〇条ノ一〇、同二八〇条ノ一一）を事実上無意味にするおそれがあるとして、近時、この立場に批判的な見解が生じてきており[8]、田中誠二教授も公正な発行価額の判定にあたつては、資本調達という会社の利益が過大に評価され、株主の利益を過小評価することのないように注意すべきであり、新株の完全消化のためには株主にとり著しい不利な価額でも差支えないということは認められないと主張されている[9]。

既に述べたごとく、新株の発行価額をめぐる公正、不公正の問題は、旧株主と新株引受人との間の利害の対立を前提とし、衡平の観点からの価値評価の形で現われるものである。すなわち、旧株の発行価額はすでに企業に投入され、旧株主の資本的寄与は会社の資産および収益力の上に発現され、その総体が企業の客観的価値としてあらわれる。そして、これを基礎として旧株式の価格が形成される。ところで、この企業に新たに参加して、しかも旧株主と同等の待遇をうけるためには、新株主は旧株主と同等の資本的寄与をすべきであり、したがつて、新株の発行価額を旧株の時価と同額とすることにより、株主以外の者に対し新株発行が行なわれてもこれまで旧株主が有していた経済的利益は保障されることになるのである。(10) このように考えると理論上要求される公正な発行価額とは払込期日における旧株の時価と同一の価額ということになる。しかし、発行価額は払込期日前に決定しなければならず、(11) 価額決定の時点で、払込期日における旧株の時価を的確に予測することは極めて困難ないしは不可能である。したがつて、公正な発行価額とは、払込期日に最も近い価額決定時の旧株の時価と同一の価額といつてよいであろう。(12) したがつて、価額決定時以後の株式市場の動向により、払込期日の旧株の市場価格が、その発行価額を上廻つたとしても、発行価額が価額決定時の旧株の市場価格と同一の価額である限り、それは公正な発行価額といえるであろう。

このように考えると、通説、判例のように公正な発行価額を判定するに当つて、資本調達の目的達成ないしは新株消化の可能性という経営的要素を考慮に入れることは妥当とはいえない。したがつて、前述の通説が公正な発行価額算定の要因としてあげている数々の内容の中から、新株消化の可能性を判断するに当つて必要とされるファクターは、これを除外するのが正当であると考える。

また、通説は、新しく発行する株式の数等取締役会の新株発行決議が株価に影響を与える要因も考慮して公正な発行価額を判定すべきであるとする。これは市場における株式価格の形成が、主としてその需給関係によつて行なわれることを前提

として、取締役会で決議された新株の発行株式数（供給量）が市場で消化されるところで決定される価格をもつて、その公正な価額とするという発想にもとづいているものと思われる。[13] しかし、前に一言したように、公正な価額は、旧株主が価額決定時まで有していた経済的利益（旧株式の客観的交換価値）を保証しようとするものであるから、[14] 右のような発想は妥当とはいえない。

このように考えると、公正な発行価額の決定は、通説が述べているほど困難ではなく、かなり機械的に、客観的にこれをなしうることになる。[15] すなわち、市場価格のある株式の場合には、発行価額決定時の旧株の市場価格をもつて、また、市場価格のない株式の場合には、右決定時における会社の資産、収益、配当状態などを基礎に、業種または資本構成などの類似する上場会社の市場価格を考慮して合理的に推算される旧株の価格をもつて公正な発行価額と判定すればよいのである。

要するに、私は、公正な発行価額とは、価額決定時の旧株の時価を基準として、種々の状況を参酌して推算される新株消化が可能な範囲での最高価額という不明確な価額をいうのではなく、右時点における旧株の時価と同一の価額をいうと考えるが、[16] 株主の新株引受権を法定している西ドイツにおいて、株主の新株引受権が排除された場合、有力な学説によれば、新株の発行価額は原則として旧株の時価を下廻つてはならないとされていることは、[17] 右の考えの正当性を裏付けるものといえよう。

ところで、私見のように、公正な発行価額を発行価額決定時の旧株の時価と同一の価額と考えると、公正な発行価額をそのまま新株の発行価額としたのでは、新株引受についてなんの魅力もないばかりか、場合によつては払込期日に株価が下落するおそれがあるため、新株消化をなしえず、会社は新株発行の目的である資金調達を達成しえないことが予想される。そこで、商法は、会社資金調達の便宜を考慮し、株主以外の者に対する新株の発行価額が公正な発行価額より低くても、それだけで株主総会の特別決議を必要とはせず、低さの程度が軽微ならば、取締役会の一存で新株発行をなしうることを認める

とともに、低さの程度が顕著である場合には、たとえ、資金調達のためには、そのような価額による新株発行が必要であるとしても、この場合には旧株主の経済的利益への影響を無視しえないとして、その発行価額の決定に当つては株主総会の特別決議を得ることを必要としているのである（商法二八〇条ノ二第一項、第二項参照）。前に一言したように、発行価額が公正でなければならないという要請は旧株主の経済的利益を保護するためであるから、取締役会の一存で決定しうる発行価額の範囲は、できるだけこれを狭く解するのが正しく、これまで判例通説によつて公募の場合の公正な発行価額と解せられてきた発行価額決定時の株式の市場価格よりその一〇パーセントないし一五パーセント下廻つた価額[18]が、その限界と考えてよいと思われる。要するに、実務上公募の場合の新株発行価額として慣行的に認められている右の価額は、公正な発行価額の許容範囲の価額と解すべきではなく、取締役会が一存で決定しうる発行価額の範囲と解すべきである[19]。そして、この考えは、公募の場合のみならず、第三者割当の場合にもまた妥当する。なぜなら、株主以外の者へのいわゆる有利価額発行によつて株主が蒙る経済的損失は、自己が新株の割当を受けないことによつて生ずるのであるから、新株の割当先が不特定多数の者であるか、特定の第三者であるかということは、発行価額決定時まで株主が有していた経済的利益への影響に関する限り問題とならないからである。したがつて、第三者割当の場合にも、発行価額決定時の旧株の時価の一五パーセントを超えた低い価額で新株を発行する場合には、それは商法二八〇条の二第二項にいう「特ニ有利ナル発行価額」による新株発行に該当し、したがつて、取締役会の決議のほかに、株主総会の特別決議を得ることが必要であり、前掲東京地裁昭和四七年四月二七日判決の対象となつた企業提携を目的とした第三者割当の事例のように、発行価額決定時の発行会社の旧株の時価が企業提携の見込を反映して高騰しており、したがつて、それは企業の客観的価値を適切に反映しているとは考えられないという理由で、新株発行価額が企業の提携に影響されない時期の旧株の時価を基準として、取締役会の決議で定められた場合に、その発行価額が発行価額決定時の旧株の時価の半額以下であるときは、右発行価額決定の理由はいわゆる有利価額発行の可否

を決める株主総会において、取締役がその承認を得るための理由にはなりえても（商法二八〇条ノ二第二項後段参照）、取締役会の一存で新株発行価額を決定しうる理由とはなりえないと考える。

(1) 田中（誠）・前掲書六八二頁参照。
(2) 森本・前掲判批一四六頁参照。
(3) 鈴木・石井「改正株式会社法解説」二四二頁。
(4) 大森・前掲注釈五二頁。
(5) 高鳥「新株引受権と有利発行」慶應百年記念論文集一九〇頁。
(6) 大森・前掲注釈五二頁。
(7) 昭和五〇年四月八日最高裁第三小法廷判決民集二九巻四号三五〇頁。
(8) 坂本・前掲判批週刊金融商事判例三四五号四頁は通説に一応疑問を抱きながら実務界での慣行である発行価額決定日前日の市場価格の一割ないし一割五分低い価額をもつて公正な発行価額であるとの推定は、学説における抽象的な把握と併用することによつて有效に作用しえるとする。
また、森本・前掲判批一四六頁は公正な発行価額の決定に際して、新株消化の可能性を斟酌することは疑問であるとして、消化の可能性を考慮して市場価額を大幅に下まわる発行価額が決定された場合、それは特に有利な発行価額となるとする。
なお、伊沢・前掲最高裁判決判批ジュリスト六一五号（昭和五〇年度重要判例解説）八三頁も森本助教授と同様の立場から、通説があげる公正な発行価額決定の諸要因の中から新株消化の可能性を控除すべきであるとする。
(9) 田中（誠）・前掲書六八二頁。
(10) 阪埜・前掲書一九五頁。
(11) 商法二八〇条の三の二は会社は払込期日の二週間前までに新株の発行価額を公示しなければならないと定めている。
(12) 払込期日の株価が発行価額決定時の株価から大きく変動するのは好ましいとはいえないから、価額決定時から払込期日までの期間はできるだけ短いことがよいことはいうまでもない。商法は、新株発行差止請求に支障がないよう価額決定日と払込期日との間に少なくとも二週間の期間があることを必要としているが、この期間は発行価額の見地からは問題であろう。
(13) 岸田・前掲最高裁判決判批商法の判例第三版（増刊ジュリスト）一一九頁参照。
なお神崎・前掲最高裁判決判批民商法雑誌七五巻一号一二九頁は、新株が不公正な価額で発行される場合、新株引受人は、当時、流通市場で新株を取得する者よりも低い価額で新株を取得することができることになり、新株と既発行株式との取得価額の差は、証券市場における不公平を生ぜしめそれに対する一般投資者の信頼を損うとして、公正な価額の目的を旧株主の経済的利益保護のほかに証券市場における公正確保に求めているが、この考えは本文

で述べている発想にもとづいているものと思われる

(14) したがつて、公正な価額は新株引受人と新株発行後流通市場で株式を取得する者の経済的地位の公平まで図るものではない。

(15) 通説があげている公正な発行価額を算定するに当つて考慮しなければならない諸要素の中には主観的ないし恣意的判断が入るのを防ぎえないものが少なからず存在するが、商法二八〇条の二第二項は旧株主の経済的利益保護の規定であるから、発行価額を決定するに当り、株主総会の特別決議を要するか否かの判断にあたつては、株主の利益を不当に損うことのないよう、客観的且つ画一的に判断をなしうるような基準の定立が望ましく、したがつて、公正な発行価額はできるだけ客観的に決定できるよう解釈すべきものである。

(16) 私はこれまで公正な発行価額の解釈について通説と同じ立場にあつたが（阪埜・前掲書一九六頁参照）、今後はこのような考え方に改める。

なお、私と同じような立場にあるとみられる裁判例としては、昭和四一年の商法改正前のものであるが、昭和三八年八月三〇日東京地裁八王子支部判決（下民集一四巻八号一六七六頁）がある。すなわち同判決は新株発行決議の当時における時価（旧株）を発行価額とする決議は、新株の客観的価値は旧株の時価以下と見るのが相当であるから、それ自体で公正な発行価額によるものといえるとし、決議当時の発行会社の旧株の時価が一株三七〇円のときに新株発行価額が一株三二〇円と定められたことは、時価によるものとして公正価額によるものとすることはできないと述べている。

また旧株の時価と同一の価額で新株を発行した具体例としては昭和五一年一〇月上旬、上場会社の一つであるバンカメリカ（バンク・オブ・アメリカの持株会社）の公募発行がある。同社は、米国と日本で同時に七〇〇万株の時価発行を行つたが、このうち四〇〇万株は日本国内で引き受けられ、販売された。その際新株発行価額は従来の日本の慣行と異なり価額決定当日の株式の終値（時価）と同額であつたと伝えられている（昭和五一年一一月一〇日発行日本経済新聞参照）。

(17) Falkenhausen, Verfassungsrechtliche Grenzen der Mehrheitsherrschaft nach dem Recht der Kapitalgesellschaften, S. 44 ff. 坂本・前掲判批週刊金融商事判例三四五号三頁。

(18) 大森・前掲注釈五二頁。

(19) 最近、公募価額が時価より低いことを奇貨として引受証券会社がその公募株を流用して引き受け業務とは別の分野で営業活動をするケース（たとえば安い公募株を使つて新規の大口投資家を開拓したり、場合によつては既存の投資家が株式投資で損をした場合、その穴埋めに公募株を利用するなど）が増えてきており、また現行のような方式での時価発行の引き受けがさまざまな形で証券会社の営業規模の拡大に結びつくため、証券会社間の引き受幹事争いが激化の一途をたどつているなど時価発行の弊害がでてきている。（前掲日本経済新聞および商事法務七五三号三四頁参照）

この弊害を除去するためには、取締役会が一存で決定しうる発行価額の範囲をもつと狭く解釈し、旧株の時価の五%下廻る程度の価額までと考えるのが妥当かもしれない。

六

本稿で俎上にのぼしたアイワ事件に関する判決ならびに第一紡績事件に関する判決が、いずれも、その発行価額が決定時の市場価格よりかなり低く定められているのに、これを特に有利な発行価額と解しなかつたことについては、次のような裁判所の二つの考え方が大きく作用しているように思える。

すなわち、公正な発行価額は、資金調達の目的が達成される限度で旧株主にとり最も有利な価額であるから、その価額より高い価額では割当先が新株を引き受けないことに取引通念上の合理的理由が存するときは、たとえ、発行価額が決定時の市場価格よりかなり低くても、それは公正な発行価額のカテゴリーに入る。

第二は、旧株主が会社に対して有していた持分の価値を維持することが旧株主保護規定の立法趣旨であり、したがつて、企業の客観的価値と市場価格が大幅に乖離している場合には、企業の客観的価値を基準に公正な発行価額を判定すべきである。

しかし、この二つの考えが、いずれも正当でないことは既に指摘したとおりである。

試みに、前に述べた私見の判断基準によると、前記二つの事件における新株発行価額は、いずれも特に有利な発行価額に該当し、したがつて、その決定にあたつては、株主総会の特別決議を得ることが必要となる。なお、非上場会社の株式の場合には、前に一言したように公正な発行価額の基準となるべき株式の価格の算出が容易でないことが、株主に不利益になるような判決を導くおそれがあることを指摘しておこう。

紙幅の関係で、意の尽せぬところも多多あるが、この未熟な小研究が、既存株主の利益よりも資金調達という会社の利益を重視する最近の判例の動向に多少なりとも歯止めの役目を果すことができれば、本稿の意図は達成されたといえる。