

Title	〔商法二二四〕企業提携のため第三者に割当てられた非上場株式の新株の発行価額が「特二有利ナル発行価額」にあたらないとされた事例(佐賀地裁昭和五一年四月三〇日決定)
Sub Title	
Author	阪埜, 光男(Banno, Mitsuo) 商法研究会(Shoho kenkyukai)
Publisher	慶應義塾大学法学研究会
Publication year	1982
Jtitle	法學研究 : 法律・政治・社会 (Journal of law, politics, and sociology). Vol.55, No.9 (1982. 9) ,p.92- 97
JaLC DOI	
Abstract	
Notes	判例研究
Genre	Journal Article
URL	https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00224504-19820928-0092

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 二二四〕 企業提携のため第三者に割当てられた非上場株式の新株の発行価額が「特ニ有利ナル発行価額」にあたらざるとされた事例

〔判示事項〕

企業提携のため第三者に割り当てられた非上場株式の新株の発行価額が「特ニ有利ナル発行価額」に当たらないとされた事例

〔参照条文〕

商法二八〇条ノ二第二項

〔事実〕

仮処分債務者Y会社は、液化石油ガスの充填、販売等を営業目的とする資本金四、〇〇〇万円、発行済株式総数八万株の株式会社であるが、佐賀県内の燃料小売販売店によつて組織されていた佐賀燃料商業協同組合をその前身として、設立された会社であるため、協同組合的性格が強く、株主の大部分は、旧協同組合当時の組合員であり、株式の売買もほとんど行なわれていなかった(昭和四五年頃、わずかの株式の売買が、譲渡価額五〇〇円ないし五五〇円で行なわれたにす

佐賀地裁昭和五一年四月三〇日決定
昭和五一年(四)二二号新株発行差止仮
処分申請事件
判例時報八二七号一〇七頁

ぎない。

Y会社の経営状態は、設立以来、比較的良好で、その資産状態は、昭和五〇年七月三十一日の決算時において、資産総額四億三、五二八万九、一九七円、負債総額三億六、五五四万三、八二四円であったが、佐賀県下の石油液化ガス卸売業界において、大規模企業による系列化が進行しつつあるため、業界内部の競争も激化し、過当競争の様相を呈してきたところから、Y会社は、従来の協同組合的性格を改め、その体質を強化し、競争力を増大すべく、最大の取引先メーカーであるA会社との企業提携を求める方針を決め、A会社と交渉の結果、昭和五一年三月六日に、株式八万株を発行し、うち四万株を一株五八〇円の発行価額によりA会社に引き受けさせ、払込期日を昭和五一年四月三〇日とする旨の取締役会の決議をした。

Y会社の株主X(仮処分債権者)は、右決議当時におけるY会社の

株式の適正な価額の目安となる昭和五〇年七月三十一日の決算時の価額は一、三八二円と算定されるべきであり、したがって右の新株の発行価額五八〇円は低廉に失し、商法二八〇条ノ第二項の「特に有利ナル発行価額」に当るにもかかわらず、Y会社は右の新株発行について株主總會の特別決議を経ないとして右の新株発行の差止を求めたる仮処分を申請した。

〔決定要旨〕

申請却下。

「右発行価額五八〇円が、商法二八〇条の二第二項にいう「特に有利なる発行価額」であるか否かにつき判断する。同条にいう「特に有利なる発行価額」とは、通常新株を発行する場合の公正な価額に比較して、特に低い価額をいうと解されるところ、新株の公正な発行価額とは、新株発行により企図される資金調達目的が達成される限度で、株主にとり最も有利な価額といふことができるから、当該新株発行価額が、特に有利なものかどうかは、結局、新株発行の決議当時における当該企業の有する客観的価値をもつて形成される株式評価額に比較して、その有利性が明白かつ顕著なものか否かによつて決定されるべきこととなる。……本件新株発行決定当時におけるY会社の公正な株式価額を検討するに、本件のように取引相場のない株式の評価については、一般に、純資産方式、収益還元方式、配当還元方式および類似業種比率方式の各方式が考えられるところ、これらのうち、どの方式を採用すべきかは、その評価の目的が、商法二八〇条の二第二項の「特に有利なる発行価額」かどうか

の判定に資するものであるから、当該会社の性質、規模等の具体的事情、株式引受人たる第三者の具体的事情および業界の経済動向等諸般の事情を考慮して決定すべきものである。しかして、本件新株発行は、A会社の資本参加を主たる目的とするものであること、Y会社は、協同組合的性格を有し、株主の大部分はY会社と顧客の關係にあること、Y会社と同業種、同規模の上場会社も存在せず、此準方式にもよりえないことなどからして、旧株主保護のためには、純資産方式を基礎に決定すべきものと解される。

しかして、右純資産方式により算定すると、昭和五〇年七月三十一日当時におけるY会社の株式評価額は、八七一円八一銭、昭和五一年三月三十一日現在におけるそれは、九七九円六四銭となる。

ところで、新株発行が行われると、通常、株式の市場価額は値下りの傾向をたどるため、新株発行に際しては、通常、時価を一割ないし一割五分下回る価額をもつて発行価額と定めることが取引界の通例であり、さらに、新株発行が、特定の相手方との間の企業提携の方法として行われる場合には、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、引受先との間で、予め引受価額を含む新株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、いわば相対的取引に類する面を有することになるので、このような引受先との交渉を通じて決定合意された引受価額は、通常、当該企業の客観的価値の反映とも見うるものであるから、新株発行価額と旧株式の時価との間にある程度の差額が生じても、それが取引通念上特に不合理なものと認められない限りは、こ

れをもつて、直ちに不公正な価額ということではできないというべきである。

しかして、本件引受価額五八〇円は、……Y会社とA会社との交渉を通じて決定されたものであり、……Y会社における公正な株式評価額と比較し、低額であるにしても、その程度は軽微であつて、これをもつて、直ちに「特に有利なる価額」と断定することはできないといわなければならない。」

〔研究〕

本件で問題となるのは、次の二点である。

一 本件新株の公正な発行価額の基準となるY会社の株式の評価額は妥当であるか。

二 本件新株発行価額は、商法二八〇条ノ二第二項の「特に有利ナル発行価額」に該当しないか。

第一点について

本件株式のように、取引相場のない株式の価格の算定にあつては、一般に、純資産方式（会社の純財産から株式の価格を算出する方式。これには簿価を基準とする方法と解散時の処分価格を基準とする方法との二種がある）、配当還元方式（配当金額を一定の還元率で還元して、株式の価格を算出する方式）、収益還元方式（利益を一定の適切な利廻りで還元計算して、株式の価格を算出する方式）、類似業種比準方式・相続税財産評価に關する国税庁の基本通達が採用している方式で、評価会社と同業種、同規模の上場会社数社（標本会社という）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出する方式）などの各方式（これらの方式の詳細については、阪塾「第三者割当と新株の発行価額」本誌五一卷一―四六頁以下を参照）が考えられており、これらの方式の中からどれを用いるかは、株価算定の目的、評価会社の財政状態、株主の性質、標本会社の存在の有無等を考慮して、場合に依りて決定されている。ところで本件の場合、Y会社の株式の評価にあつては、Y会社と同業種、同規模の上場会社は存在しないから、類似業種比準方式によることはできず、また、Y会社の株式は非上場、非店頭株式でほとんど株式取引はなく、その株主の大半がY会社の顧客であつて、一般の会社と投資家との関係とは異なる特殊な関係にあり、本件新株引受人の株式取得の主目的も支配権を行使することにあると推認しうるから収益還元方式および配当還元方式も不適當である。さらにY会社の前身が商業協同組合であり、株主の大部分も旧協同組合当時の組合員であることを考えると、Y会社の適正な株式の価格を算定するには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考案された純資産方式によるのが最も妥當であるといふべきである。もつとも純資産方式で算定されるものは、いわば株式の清算価値（持分の私的価値）であることを考えると、本件のように評価会社が営業活動を継続している場合に、この方式によることは、一般的には妥當とはいえず、また、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通常であることを考えると、この方式で株式を評価すれば、株式の価格はその客観的交換価

値よりかなり高額になるおそれがあることは否定できないが、評価会社の性質が本件のように協同組合的性格を有している特殊な場合には、純資産方式で株式を評価することをあながち不合理であるとはいえないと考える。

したがって、Y会社の株式の価格は純資産方式により算定すべきであると解する本決定の判断は正当であり、この方式により算定されたY会社の株式の評価額八七一円八一銭（昭和五〇年七月三十一日の決算時現在）、および九七九円六四銭（昭和五一年三月三十一日の仮決算時現在）はいずれも妥当である（なお前者の評価額については、Xは一、三八二円が適正であると主張しており、両者とも純資産方式によりながら評価結果を異にしている）。

第二点について、

本件新株発行を決定したY会社の取締役会決議は昭和五一年三月六日に行なわれており、純資産方式により算定された八七一円八一銭は、発行価額決定時より約七ヶ月前のY会社の株式の評価額である。したがって「特ニ有利ナル発行価額」の判断基準である公正な価額の基礎をなす発行価額決定時のY会社の株式の価格は不明であるが、Y会社の経営状態が新株発行時まで一般に良好であったこと、右決議の日より約一ヶ月経過後の昭和五一年三月三十一日現在の株式の評価額が九七九円六四銭であることを考慮すれば、発行価額決定時のY会社の株式の価格は八七一円八一銭を下らなかつたことが推認される。したがって、この金額に比較して本件引受価額が「特ニ有利ナル発行価額」に当るかどうかを判断してよいと解され

る（本決定がこのような判断方法を用いたかどうか必ずしも明らかではないが、決定の口吻からは同趣旨が窺われる）。

ところで、「特ニ有利ナル発行価額」とは、通常新株を発行する場合の公正な価額に比較して、特に低い価額をいうと解されており、公正な価額について、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経済的利益保護の要請の調和の見地から、これを新株発行により企図される資金調達目的が達成される限度で旧株主にとり最も有利な価額と解しており、昭和五〇年四月八日の最高裁第三小法廷判決（民集二九卷四号三五〇頁）も、通説の立場を踏襲し、公正な価額は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るべきで、その価額は、価額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。このように、通説・判例は、新株消化の可能性を公正な価額決定の重要な要素と考えているが（本件決定も同様の考えである）、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という不当な結果を招くおそれがあるとして、近時、通説・判例に批判的な立場が増えており（森本・判批ジュリスト五八四号一四六頁、伊沢・判批ジュリスト六一五号八三頁、坂本・判批金判三三五号四頁など）田中誠二博士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く不利な価額でも差し支えないということは認められないと主張さ

れている(全訂会社法詳論下六八二頁)。

おもうに、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。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、したがって新株の引受人が出捐すべき額、換言すれば、新株の発行価額は旧株の価格に等しいものであらねばならない。そして、この旧株主と新株引受人との経済的地位を衡平に保つ額を旧株主の側からみれば、新株発行があつてもこれまで旧株主が有していた経済的利益が侵害されない額ということになる(阪瑛・新株引受権の法理一九五頁参照)。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新株の払込期日における旧株の価格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、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困難ないしは不可能であることを考えると、払込期日に最も近い価額決定時の旧株の価格を公正な発行価額と解せざるをえない。以上の見地からは、通説・判例のように公正な発行価額を判定するに当り、資本調達のための達成(新株消化の可能性)を考慮に入れることは理論的に妥当とはいえない。要するに、私は、公正な発行価額と

は、価額決定時の旧株の価格を基準としてその時点での新株消化が可能な範囲での最高価額をいうのではなく、右の時点における企業の有する客観的価値をもつて形成される旧株の価格と同一の価額をいうと考えるが(阪瑛・前掲五頁参照)、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価額以下であつてはならないとされていること(Falkenhausen, Verfassungsrechtliche Grenzen der Mehrheitsherrschaft nach dem Recht der Kapitalgesellschaften, S. 44 ff.)、また、アメリカにおいて株式の時価と公募価額が同一のいわゆる完全時価発行方式が採られていることなどは、比較法的見地からも右の考えの正当性を裏付けるものといえよう。ところで、右の考えにしたがつて公正な発行価額をそのまま新株の発行価額とすると、新株引受についてなんの魅力もないばかりか、払込期日に株価が引受価額よりも低くなる傾向があるため、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。そこで、商法は、資金調達の便宜を考え、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決議を必要とせず、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、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、その発行価額につい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。そして、旧株主の経済的利益保護のためには、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、これまで慣行的に公募の場合の公正な発行価額と認められてきた発行価額決定時の株式の価格より一〇パーセント程度低い価額が、その発行価額の限界と考えてよいと思われる。そしてこの考えは、公募の場合のみならず、本件のような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受ける経済的不利益は、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価格の一〇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の「特ニ有利ナル発行価額」による新株発行に該当し、取締役会の決議のほか株主総会の特別決議を得ることが必要であると考ええる。

以上の考察を基礎に本件を考えると、本件新株発行価額決定時のY会社の旧株の価格は前述のごとく八七一円八一銭を下廻つていないにもかかわらず、発行価額は五八〇円と決定されたのであるから、この価額は「特ニ有利ナル発行価額」に該当するといえる。したがつて、本件新株発行の決定に際しては、株主総会の特別決議を経ることが必要であり、それがなされていない以上、Xの本件申請は認められるべきである。

ところで本決定は、公正な発行価額を通説・判例と同じく資金調

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と解する立場に立つて本件を判断しているため、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あるときは、たとえ、発行価額が価額決定時の株式の価格よりかなり低くてもこれを不公正な価額とはいえないとしているが、発行価額が公正でなければならぬという要請の目的は旧株主の経済的利益の保護にあるのであるから、発行価額が発行会社と割当先との相対的取引価格として妥当であるとしても、そのことゆゑに発行価額が公正であるとはいえないと考ええる。してみると、本件新株発行価額を「特ニ有利ナル発行価額」にあたらぬとし、Xの本件申請を却下した本決定は失当というほかない。

阪 埜 光 男