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

| | |
|---|---|
| Title | 募集株式の発行等における公正な払込金額 |
| Sub Title | Fair issue price of new shares |
| Author | 杉田, 貴洋(Sugita, Takahiro) |
| Publisher | 慶應義塾大学法学研究会 |
| Publication year | 2005 |
| Jtitle | 法學研究 : 法律・ 政治・ 社会 (Journal of law, politics, and sociology). Vol.78, No.9 (2005. 9) ,p.1- 61 |
| JaLC DOI | |
| Abstract | |
| Notes | 論説 |
| Genre | Journal Article |
| URL | https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00224504-20050928-0001 |

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.

# 募集株式の発行等における公正な払込金額

杉田貴洋

第一節　問題意識の提示
第二節　公正な払込金額に関する学説・判例の展開
（一）　序　説
（二）　募集株式の消化可能性
1　判　例
2　学　説
（三）　資本提携を目的とした第三者割当
1　判例―ソニー＝アイワ事件―
2　市場価格と企業の客観的価値
3　募集株式引受人の立場
4　シナジー効果（相乗効果）
（四）　株価高騰の場合
1　判　例
2　学　説
（1）　不当な目的の買占めによる高騰
（2）　例外的に市場価格を排除しうる場合
（3）　高騰の持続性
第三節　検討と私見
（一）　公正な払込金額か求められる趣旨と公正な払込金額の意味
（二）　公正な払込金額の論点
1　消化可能性について
2　シナジー効果（相乗効果）について
3　株価高騰の場合について
第四節　会社法一九九条三項にいう「特に有利な〔払込〕金額」と同二一二条一項一号にいう「著しく不公正な払込金額」
（一）　両条項の関係についての学説
（二）　検　討
第五節　結　語

## 第一節　問題意識の提示

本稿は、株主割当以外の方法で行われる募集株式の発行等、すなわち、公募の場合と第三者割当の場合とについて、そこにおける払込金額の公正性について検討するものである。すなわち、会社法一九九条三項にいう「特に有利な〔払込〕金額」や会社法二一二条一項一号にいう「著しく不公正な払込金額」とはどのような払込金額を指すものであるのか、その解釈の問題である。それには、これらの場合における、基準となるべき公正な払込金額（会社法二〇一条二項参照）の意味を明らかにする必要がある。これを解明するのが本稿の目的である。

以下に見ていくように、この問題をめぐっては多数の裁判例があり、学説も積み重ねられてきた。[1] 取引市場の相場のある株式については、原則として、その市場価格を公正な払込金額の基準とすべきことで、ほぼ一致を見ているようである。ただし、特に、企業提携や買占め等の背景によって市場価格が高騰した場合については、なお、議論がある。

従来の議論においては、株主割当以外の方法による募集株式の発行等の際、何故、払込金額の公正性が求められるのか、その趣旨について十分なコンセンサスがないまま、議論が重ねられてきた感がある。払込金額が「時価」を下回ると、株式価値が低下する結果となるので、既存株主の経済的利益を保護しなければならないということは、従来から言われてきた。ただし、その際、低下した株式価値が新規株主に移転するという点について、説明としてはなされていたが、あまり明確に意識されることがなかったようである。払込金額の公正性に関しては、既存株主から新規株主への富の移転こそが、最も強調されねばならない本質的問題であると思われる。すなわち、有利発行（有利募集）があると希釈化作用が起き、その結果、既存株主から新規株主へ株式価値を通じた富の移転が生ずることが問題であり、公正な払込金額の意味はこの観点から明らかにされなければならない。そ

もそも、有利発行は、会社自体に損害を与えるものではなく、また、会社債権者の立場を害するものでもなく、専ら株主間の公平性に関わる問題と見るべきである。[2] 本稿では、こうした観点から、会社法一九九条三項、ないし同二一二条一項一号の求める公正な払込金額の意味を明らかにしたいと思う。一部学説を除く、従来の学説、判例では、両条項で基準となる公正な払込金額の意味について、特に区別をすることなく議論されてきたようであるが、本稿では、両条項の関係をも含めて検討していきたい。なお、本稿では、公開会社（会社法二条五号）を前提として、取引市場の相場のある株式に焦点を絞って、この問題の検討に当たることにする。以下では、公正な払込金額について従来の判例、学説を振り返り、その後私見を提示する。その上で、会社法一九九条三項と同二一二条一項一号の関係について検討する。

## 第二節　公正な払込金額に関する学説・判例の展開

### （一）序説

会社法一九九条三項にいわゆる「特に有利な〔払込〕金額」、あるいは同二一二条一項一号の「著しく不公正な払込金額」とはどのような払込金額をいうものであろうか。その基準となるべき公正な払込金額とは何か、学説・判例におけるこれまでの考え方を整理する。ここでは、取引市場の相場のある株式を発行する会社を前提に整理していきたい。この場合、払込金額は、取引市場における相場、すなわち、市場価格を基本に決すべきであることについては、ほぼ異論がない。[3] 議論が分かれるのは、資本提携のための第三者割当の場合、あるいは、買占めや投機により「異常」ないし「一時的に」市場価格が高騰するような場合をめぐってである。これを考える

には、そもそもなぜ市場価格を基本とするのか、その趣旨を明らかにせねばならないが、趣旨についてすら議論が分かれる。なお、一部学説では、会社法一九九条三項と同二一二条一項一号の求める公正な払込金額の意味について、両者で異なるとの考え方があるが、判例は特に区別していないようである。本節でも、一応両者を区別することなくこれまでの議論を整理していくことにする。私見では、両者を区別すべき場合も出てくるが、それについては次節以降で検討する。

### （二）募集株式の消化可能性

#### 1 判例

この問題についてのリーディング・ケースである①最判昭和五〇年四月八日[4][5]（横河電機製作所事件）は、次のように述べる[6]。

「普通株式を発行し、その株式が証券取引所に上場されている株式会社が、額面普通株式を株主以外の第三者に対していわゆる時価発行をして有利な資本調達を企図する場合に、その発行価額をいかに定めるべきかは、本来は、新株主に旧株主と同等の資本的寄与を求めるべきものであり、この見地からする発行価額は旧株の時価と等しくなければならないのであつて、このようにすれば、旧株主の利益を害することはないが、新株を消化し資本調達の目的を達成することの見地からは、原則として発行価額を右より多少引き下げる必要があり、この要請を全く無視することもできない。そこで、この場合における公正発行価額は、発行価額決定前の当該会社の株式価格、右株価の騰落習性、売買出来高の実績、会社の資産状態、収益状態、配当状況、発行ずみ株式数、新たに発行される株式数、株式市況の動向、これから予測される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ものである。」

これによれば、公正な発行価額（払込金額）とは、第一に、「時価と等しく」すべきこと、しかし、第二に、

時価から「多少引き下げる」必要を認める。「時価と等しく」すべきであるのは、「新株主に旧株主と同等の資本的寄与を求めるため」であり、時価と等しければ「旧株主の利益を害することはない」とする。また、多少引き下げる必要があるのは、新株式（募集株式）の消化可能性を確保し、資金調達を実現するという会社の利益のためであるとする。すなわち、公正な発行価額の決定は、「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れるべき」であるとする。ただし、ここで、「時価」という言葉は、新株発行の効力発生時点の「時価」ということのようである。「時価発行」といい、時価と等しければ「旧株主の利益を害することはない」としているところから、また、「発行価額決定前の当該会社の株式価格」とも区別しているところから推して、そのように考えられる。

## 2　学　説

学説においても、市場価格を基本として、募集株式の消化可能性に配慮する必要があることが主張される。ただし、消化可能性にどこまで配慮することが許されるかについては論者により微妙な相違がある。

比較的緩やかに消化可能性による割引を認める立場は、「新株の発行が成功する限度において旧株主にとつて最も有利な価額である」[7]とする。[8]すなわち、「新株の発行は、会社の資金調達のために行なわれるのであるから、新株の全部について引受及び払込が行なわれることが会社にとつて必要であ」り、「そのためには、新株の発行価額は応募者にとつて魅力のあるものでなければならない」。しかし、「その反面、新株の発行によつて、旧株主の有する株式の価値が低落することは極力防止すべきであつて、旧株主のために、新株の発行価額は、できるだけ高いものでなければなら」ない、とする。この二つの矛盾する要請の「調和点」[9]を見出すことが必要であるとする。

また、株式の供給（量）増加（供給超過）による値崩れを懸念し、払込金額決定に当たって、これにも配慮する必要があるとする見解もある。[10]

さらに、消化可能性による割引を最も緩やかに解する立場は、「旧株の市価の値下がりが見越される場合などを考えてみると、むしろ反対に、新株の消化可能性を基礎として公正な発行価額を決定するのが妥当のように思われれる」[11]とするものもある。しかし、一般的には、「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」[12]注意すべきとし、「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し支えないということは認められない」とされている。[13]

これに対して、消化可能性による割引を認めるべきでないとする立場がある。[14]この立場は、そもそも公正な払込金額が求められる理由は、専ら既存株主の経済的利益の保護にあるとみるべきであって、会社の利益と既存株主との利益調節と捉えるべきではなく、したがって、会社の利益に配慮して割引すべきでないとする。払込金額を決定する取締役会に、消化可能性による割引という裁量は認められておらず、消化可能性による割引が必要な場合があれば株主総会特別決議が必要になるとする。[15]また、消化可能性による割引を認める説に対しては、これを認めるとすれば、特に第三者割当の場合（とりわけ企業提携目的の場合）、相当に低い払込金額であってもなお公正な払込金額とされることになる、[16]あるいはまた、消化可能性を理由とすれば株価の下落見込みは全て含まれることになり「どんぶり勘定的」である、[17]と批判する。

もっとも、いずれの立場によっても、払込金額決定日から、効力発生日（平成一七年改正前商法二八〇条の九第一項参照）ないし払込期日[18]まで間がある場合、その間の価格変動を考慮して、若干の割引がなされる必要性は認められている。[19]すなわち、公正な払込金額とは、効力発生日ないし払込期日における旧株式の時価と同一の金額であるべきところ、払込金額は払込期日よりも前の時点で決定しなければならず、決定後株式価値が低下すれば

新株発行（募集株式の発行等）が実現できないおそれもあるので、これに備えて、若干の割引が必要であるとされる。

これは、平成一七年改正前商法において、新株発行をなすには原則として（同改正前商法二八〇条の三の三）、払込期日の二週間前までに発行価額（払込金額）等の公示・通知をなす必要があり（同二八〇条の三の二、四九八条一項二号）、そこで公示・通知すべき発行価額は、確定金額でなければならないと解釈されていたことによる。[20] しかし、その後、いわゆる算式表示方式の公示・通知方法が認められることとなり、[21] 必ずしも、払込期日の二週間以上前に発行価額を確定金額で定める必要はなくなった。さらに、平成一三年改正は、市場価格のある株式についての発行価額の公示・通知は、決定方法を示せばよいこととなり（同二八〇条の三の二括弧書）、[22] 会社法もこれを維持している（会社法二〇一条二項以下）ので、払込金額（発行価額）決定日と効力発生日との間隔による割引の問題は以前に比べて小さくなったといえる。

### （三）資本提携を目的とした第三者割当

企業同士で、いわゆる資本関係を結ぶ目的（提携）で第三者割当が行われる場合がある。こうした場合、市場が提携を好感すれば、市場価格も上昇することになる。不振企業が救済されるような場合であれば、高騰することもあろう。資本提携のための第三者割当で市場価格が上昇ないし高騰した場合、公正な払込金額はどのように考えられてきたか。

#### 1　判例―ソニー＝アイワ事件―

これが問題となったものとしてソニー＝アイワ事件がある。事件の概要は次のとおりである。

上場会社であるA株式会社（アイワ）は、昭和四三年当時、経営状態が悪かった。A社は、状況を打開するため、Y社（ソニー）と提携することとし、Y社による資本参加のため、Y社に対する第三者割当新株発行を実施することとした。昭和四四年一月一〇日の取締役会において、発行価額七〇円、発行数一二〇〇万株とする新株発行を実施する旨決議した。この発行数は倍額増資となる株数である。全新株式をY社が引き受け、昭和四四年一月三〇日払込を完了した。A社株主Xは、本件新株発行決議のなされた取締役会決議前日の取引所の終値は一株一四五円であったのであるから、発行価額一株七〇円は著しく不公正なものであるとして、Y社に対し、商法二八〇条の一一（会社法二一二条一項一号）に基づき、公正な発行価額と引受価額との差額に相当する額について、会社に対する責任を追及するべく代表訴訟を提起した。

これについて第一審判決（②東京地判昭和四七年四月二七日）[23]は次のように判示し、請求を棄却した。

「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。したがって、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って、このような場合に、新株発行価額が単に市場価額を下廻ったからといって、不公正な発行価額とはいえないことはもちろんである。」

「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っても、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。」

第二審判決（③東京高判昭和四八年七月二七日）[24]も、第一審判決に次のように付け加え、請求を棄却した。

「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基づくとは限らず、時としては、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って、株価が企業の客観的価値を反映することなく異常に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当たって、常に市場における株価だけを絶対視することは、ことの本質を見誤るものといわなければならない。」

「本件において、新株の発行価額決定の日の前日である、昭和四四年一月九日のA社の株価（但し、終値）は一株一四五円であるけれども、この株価は、主として投機的思惑により形成されたものであって、A社の資産状態、収益力等その企業としての客観的価値を正しく反映していないものであることは、前記引用にかかる原判決理由において詳細に認定判断したとおりであるから、本件においては上記株価を基準として新株の発行価額を定めることは到底できないものといわなければならない。［中略］本件における発行価額の決定に当たって、A社の株価のうち、上記［Y社の］参加、提携の機運を前提とする投機的思惑によって異常に高騰したと認められる部分が考慮されてはならないことはいうまでもないことであるから、Y社が右部分を排除しないで決定された価額によって本件新株を引き受けることをしなかった

のは、もとより当然であったというべきである。」

いずれの判決においても、公正な発行価額（払込金額）は、発行会社の客観的価値に基づいて決定されるべきとし、本件の場合、発行価額決定直前の市場価格は客観的価値を反映したものでないとする。「市場において異常な投機の対象とされ」（第一審判決）る結果、あるいは、「投機的思惑その他の人為的な要素によって」（第二審判決）、客観的価値を反映しない市場価格が形成される場合があることを指摘する。そのうえで、「企業提携の見込みを反映して既に株価が高騰している場合」（第一審判決）、あるいは、「提携の機運を前提とする投機的思惑によって異常に高騰した」（第二審判決）場合には、その影響を受ける前の市場価格こそが客観的価値を反映したものであって、影響を受ける前の市場価格を基準として発行価額を決定しうることを述べる。また、いずれの判決も、公正な発行価額を検討するにあたって、新規株主（新株引受人）の立場を考慮している。第一審判決は、市場価額が企業の客観的価値よりも高額となっている場合、市場価額を基準として発行価額を定めることは、新規株主に不公平となるとする。そして、第三者割当によって資本関係を結ぼうとする新株引受人たる企業が、高騰前の市場価格に基づいて発行価額が決められることを期待することは「不合理とはいえない」（第一審判決）、あるいは、「当然」（第二審判決）であるとする。

## 2　市場価格と企業の客観的価値

学説では、ソニー＝アイワ事件判決と同様に、企業提携に影響された市場価格は発行会社の客観的価値を反映するものではないと考え、公正な払込金額はそうした影響を受ける前の市場価格を基準として決定されるべきであるとする見解がある。[25]

しかし、むしろ、企業提携を見越して高騰した市場価格は、発行会社の客観的価値[26]（実体的価値[27]、合理的理由[28]）

を反映したものであるとして、高騰後の市場価格を基準とするべきであるとする見解がある（客観的価値反映説）[29]。すなわち、企業提携を見越して市場価格が高騰するのは、当該企業提携によって、眠っていた力が覚醒したことにより企業価値が高まった結果であり、あるいはいわゆるシナジー効果（相乗効果）によるものであり[30]、高騰後の市場価格は発行会社の客観的価値に裏打ちされた価格とみるべきであるとする。②③判決が、企業提携を見越して高騰した市場価格は発行会社の客観的価値を反映したものではないとして公正な払込金額の基準となり得ないとしたのに対して、この見解は、市場価格の変動を、可能な限り、企業としての客観的価値を反映したものとして説明しようとする立場ということができよう[31]。

以上に対して、理由付けを客観的価値に求めることなく、公正な払込金額の基準となるのは、常に、あるいは原則として、市場価格であるべきとする立場がある（市場価格説）[32]。この立場は、企業提携の場合に限らず、募集株式の発行等の公正な払込金額は市場価格を基準とすべきであるとする立場である。この立場の理由付けは次のようである。

第一に、市場価格を基準として払込金額を決めなければ、株式価値が下落し、既存株主が経済的不利益を受けるおそれがあるので、株式価値の下落から既存株主の利益を守る必要があることに求める[33]。本来平成一七年改正前商法二八〇条の二第二項（有利発行に際して株主総会特別決議を求める）の趣旨は専ら既存株主の保護にあったのであるから、公正な払込金額の基準を求めるにあたっては、既存株主の利益だけを考慮すれば足りるとする。第二に、新旧株主の資本的寄与の公平に求める[34]。第三に、「組織的な市場で時価が形成されている場合、株主は時価で株式を処分でき、投資家は時価を支払わなければ株式を取得できず、会社は時価で新株を発行できるのであるから[35]」、時価を基準とすることが合理的であるとする[36]。第四に、企業の客観的価値を測定することができないことを挙げる[37]。第五に、時価による公募の場合との対比から、有利ないし不公正であるとする[38]。すなわち、時

価による公募に応じてその株式を取得しようとすれば、市場価格を支払う必要があるはずで、市場価格より安価にその株式を取得できるということは、募集株式引受人を有利に扱うことにほかならない。

この見解は、客観的価値という観念そのものを否定するものでも、市場価格が客観的価値から乖離することがあり得ないとするものでもなく、公正な払込金額を決定するというときに、発行会社の客観的価値を問題にすること自体に意味がないと考えるものである。(39)

ここに至って、取引市場の相場のある株式の払込金額について、何故市場価格が基準とされるのか、その背景にある考え方の相違が浮き彫りになる。すなわち、前説、客観的価値反映説は、市場価格には発行会社の企業としての客観的価値が反映しているからこそ、その拠り所となると考えるのに対して、後説、市場価格説は、取引市場の相場のある株式の株主にとって、維持されるべき株式の価値は、市場価格に示される価値にあると考える。客観的価値反映説からすると、もし、市場価格が客観的価値を反映しない状況が生じた場合には、会社法はそこまで保障するものではない、と解することになる。(40)

さらに、客観的価値反映説と市場価格説との折衷的見解（折衷説）がある。(41) すなわち、まず、公正な払込金額の問題は、新旧株主間の公平性の問題であり、新旧株主間の公平性は企業の客観的価値において決せられるべきであるとする。そして、通常は、市場価格が企業の客観的価値を表すはずであり、市場価格に依拠していれば公正な払込金額といえる。しかし、市場価格が客観的価値を超える場合には、市場価格の維持も株主の経済的利益を構成するものであるから、市場価格を基準として公正な払込金額が決せられるべきであるとする。(42) この立場は、結局、原則として市場価格を公正な払込金額を決定する際の基準とすることになり、結論としては市場価格説と同じことになる。

### 3　募集株式引受人の立場

ソニー＝アイワ事件判決は、企業提携の場合における新株引受人（募集株式引受人）の立場にも配慮して、高騰する前の市場価格を基準として発行価額（払込金額）が定められることに理解を示すものであった。

学説では、右判決と同様に、特定の者（ソニー＝アイワ事件におけるソニー）がその発行会社の株式を引き受けることを先読みして市場価格が上昇しているような場合、当該引受人にとって、上昇前の市場価格が公正な払込金額の基準となるとする見解がある。[43] なぜなら、他の者が割当を受けるときはそのような市場価格の上昇は生じなかったはずだからであるという。[44] あるいは、そのような市場価格の上昇は、事前に情報が漏れたことによるものであって、既存株主は、未だ実現していない事態を前提とした価格の維持を求める利益はないとする。[45] さらに、企業提携が不成立になって株主が結果として損害を受けるような場合には、相手方に高騰した市場価格を強いる根拠はないとする。[46]

最後の理由付けは、相手方会社（引受人）が、払込金額で折り合わず、企業提携が失敗に終わった場合を危惧するものである。この点につき、相手方会社が高騰後の市場価格を基準とした払込金額を渋ることには経済的合理性があると理解を示しつつ、しかし、高騰後の市場価格より有利に払込金額を設定するのであれば、やはり株主総会特別決議を経ておく必要があるし、それを求めることで株主総会の手続に時間を要するとしても、企業提携の場合には大きな問題にならないとの指摘がある。[47] しかし、この指摘には、株主総会特別決議を経ることになると、課税対象となり、実務上好ましくないとの反論がある。[48]

さらには、合併の場合と同様に考え、一株あたりの純資産額を基準にして決するべきとする見解もある。[49]

逆に、提携のための第三者割当は、企業結合の手段として行われるものであるから、本来、株主総会の特別決議が必要な組織法上の行為といえるから、払込金額の有利性については厳しく解すべきであるとする立場がある。[50]

### 4　シナジー効果（相乗効果）

シナジー効果とは、合併や提携などいわゆる企業結合によって、結合参加企業の価値が、従来単体で企業活動を行っていた場合に比べて高められる現象の効果をいう。一プラス一が二よりも大きくなる効果と説明される。第三者割当が提携等の企業結合の手段として使われる場合、そこにおける払込金額の決定は、このシナジー効果の分配の問題であると捉え、そこから公正な払込金額を検討すべきだとする立場がある。(51)

それによると、まず、一般論として、第三者割当の方法で、会社同士の間で「支配・従属関係」を形成する場合、発行会社（従属側）の株式価値の増加には、「支配・従属関係」の形成に伴う部分、すなわちシナジー効果による部分が含まれていると考えられ、このシナジー効果による上昇のうち相手会社の貢献による部分は、本来、発行会社株主に帰属すべきではなく、相手方会社に帰属すべきであるとする。(52) そして、相手方会社の貢献に応じてシナジー効果部分を配分するための厳密な測定は難しいものの、払込金額の調整によってある程度実現することができ、これによって発行会社の既存株主が不利益(53)を受ける可能性は小さいとする。なお、この立場の論者は、相手方会社に、発行会社側の貢献によるシナジー効果が発生する場合、それは発行会社側に帰属すべきであるとする。この立場によれば、シナジーの適正な配分を目指す払込金額の設定までは取締役会の権限のうちとみることになり、したがって、高騰後の市場価格を基準としない払込金額も公正な払込金額となしうるとする。

これに対して、相手方会社の貢献に応じたシナジー効果の分配という議論には理解を示しつつも、貢献が明確に測定されない限り、(54) 払込金額が市場価格を下回る以上、株主総会特別決議が必要と考えるべきであるとの反論がありうる。(55)

## （四） 株価高騰の場合

ソニー＝アイワ事件判決では、「市場において異常な投機の対象とされ」（②判決）、あるいは、「投機的思惑その他の人為的な要素によって」（③判決）、市場価格が企業の客観的価値を反映しない場合が生ずることを指摘し、企業提携の見込みを反映して市場価格が高騰している場合、影響を受ける前の市場価格を基準として発行価額（払込金額）を決定しうるとした。しかし、この構成をそのまま支持する学説は、むしろ少数であり、企業提携の見込みを反映して高騰した市場価格とは正に企業としての客観的価値を反映した結果であると捉える見解が多数である。それでは、株式買占め等の背景があって、市場価格が高騰している場合の公正な払込金額はどのように考えられてきたであろうか。

### 1 判例

ソニー＝アイワ事件判決もそうであったが、以下にみるように、判例は、一貫して市場価格高騰時は公正な発行価額（払込金額）の基準とはならない場合があることを認めてきた。ただ、具体的にどういった場合に市場価格を排除しうるとしてきたのか、確認していきたい。

④大阪地決昭和四八年一月三一日[56]（第一紡績事件）

上場会社（第二部）であるY株式会社は、発行済株式総数一二〇〇万株である。Xらは、発行済株式総数の約一二パーセントを保有する株主である。Xらの多くは、昭和四七年八月二二日までに、Y社株主名簿の名義人になっており、いずれも同日に近い時期に株式を取得した者である。Y社株式は、昭和四七年六月から出来高が急増し、株価も急騰した事実が認められる。Y社は、昭和四七年八月四日および同月二三日の取締役会において、

最低発行価額一株一三〇円、発行株数四〇〇万株以内との内容の本件新株発行について、株主総会特別決議を得るための臨時株主総会を開催する旨の決議をした。ところが、これに基づいて開かれた臨時株主総会は混乱に陥り、承認決議があったか否か不明な状態となった。なお、取締役会決議前日の昭和四七年八月二二日の終値は一九五円であった。以上につき、Xは、右新株発行は、特に有利な発行価額であったのに株主総会特別決議等を経ておらず違法であり、また、著しく不公正な方法であるとして、商法二八〇条の一〇（会社法二一〇条）に基づき、新株発行差止仮処分の申請をした。申請却下。

「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って最も有利な価額を指すものと考えられ、結局は決定時における企業の客観的価値により決定されるべきものである。」

「もっとも、株式が市場において取引されている場合には、原則として市場価格が右の企業価値の反映と考えられるから、新株の発行を決議した時点における株価を中心として新株が発行された場合において予想される株価の変動等の事情を加味して発行価額を決定すればそれが公正な価額ということができる。しかし、右の株価はしばしば当該株式が投機の対象になる等により、必ずしも企業の有する価値を反映しない場合があり、このような形で形成された株価は、公正な価額を決定するうえでの基準たり得ず、これとの比較において発行価額が公正か否かを決定することはできないというべきである。」

「会社には株を市場に出すことのない安定株主が多く、市場で取引される浮動株はおよそ発行済株式総数の二五％にあたる三〇〇万株程度にすぎないため、わずかな株の買占めで容易に株価を上昇させやすい状況にあり、業界新聞では早くから会社株価の急騰につき株の買占めによるものとの観測がなされていた。」

「以上の事実によれば他に会社業績の向上等株価高騰の原因となる特段の事情を疎明する資料がない以上、前記会社株価の急騰の主たる原因はXらを含む一部の者の会社株式買占めにあったものと推認するのが相当である。」

「そうだとすれば、前記の会社の株価一九五円は昭和四七年六月以降の買占めを主たる原因として形成されたものといわざるを得ず、［中略］本件新株の発行価額一三〇円が公正であるか否かはともかくとして、［中略］『特ニ有利ナル発行価額』と断定することはできない。」

⑤大阪地決昭和六二年一一月一八日[57]（タクマ事件）

上場会社であるY株式会社は、発行済株式総数六四四六万株である。Xは、昭和六二年三月二〇日に八〇〇万株の名義書換をなし、同年九月三〇日現在で二〇八六万四〇〇〇株（三三・三六パーセント）を保有する株主である。昭和六二年二月から、Y社株式の出来高が増加し、株価も急騰した事実が認められる。Y社は、昭和六二年一一月九日の取締役会決議で、新株式一六〇〇万株を第三者割当の方法で発行する旨決議した。同取締役会決議で、第三者割当新株発行は、発行価額一株六八〇円、A銀行はじめ金融機関一五社に割り当ててなすものとされた。同取締役会決議直前の昭和六二年一一月七日のY社株式終値は一株一五二〇円であった。以上につき、Xは、右新株発行は、特に有利な発行価額であったのに株主総会特別決議等を経ておらず違法であり、また、著しく不公正な方法であるとして、商法二八〇条の一〇（会社法二一〇条）に基づき、新株発行差止仮処分の申請をした。申請却下。

「株式が市場において取引されている場合には、原則として市場価額が右公正な価額の反映と考えられるから、新株の発行を決議した時点における株価を中心として新株が発行された場合において予想される株価の変動等の事情を加味して発行価額を決定すればそれが公正な価額ということができる。しかし、右の株価はしばしば当該株式が投機の対象になる等により、必ずしも公正な価額を反映しない場合があり、このような形で形成された株価は、公正な価額を決定するうえでの基準たり得ず、これとの比較において発行価額が公正か否かを決定することはできないというべきである。」

「これらの各事実［Y社株価・出来高の推移、Xの名義書換等の時期］によれば、他にYの業績の向上等株価高騰の原因となる特段の事情を疎明する資料がない本件にあっては、前記Yの株価の急騰の主たる原因はXによるYの株式買占

めにあったものと推認するのが相当である。」

「したがって、前記のYの株式の終値の一株につき金一、五二〇円という価額はXの買占めを主たる原因として形成されたものといわざるを得ず、このようにして形成された株価は本件取締役会決議の直前のものであっても、本件新株の発行価額を定めるうえで基準たり得ないことから、前記一株につき金一、五二〇円という価額との比較によっては、本件取締役会決定された一株につき金六八〇円という価額が特に有利な発行価額と断定することはできない。」

本決定では、企業の客観的価値という言葉は使われていない。[58] 市場で形成される価格が、原則として、「公正な価額」であり、これを元に公正な発行価額（払込金額）が決定されるべきであるという。しかし、「投機の対象になる等」によって市場価格が「公正な価額」でなくなる場合があるとする。ここまでが一般論である。

事案に対する判断では、「Yの業績の向上等株価高騰の原因となる特段の事情」の疎明もなく、その他の認定事実から、申請人たるXによる買占めを原因として市場価格が高騰したものと認定した。買占め以外の市場価格高騰要因を疎明すべきなのは、申請人Xの側にあるとしたわけである。その上で、このようにして形成された市場価格は公正な発行価額の基準たり得ないとする。

⑥東京地決平成元年七月二五日[59]（忠実屋事件・いなげや事件）

$Y_1$株式会社（忠実屋）および$Y_2$株式会社（いなげや）は、いずれもスーパーを営む、上場会社である。大手の不動産会社であるXは、$Y_1$・$Y_2$両社の株式を買い集め、平成元年七月当時、$Y_1$社においては発行済株式総数の三三・三四パーセントを、$Y_2$社においては同二一・四四パーセントを保有する筆頭株主であった。Xは、昭和六三年には、$Y_1$・$Y_2$両社に対して、同じくスーパーを営むA社との三社合併を提案していた。こうした状況において、平成元年七月八日、$Y_1$・$Y_2$両社は業務・資本提携の合意をした。右合意に基づいて、$Y_1$社は、同月一〇日開催の

取締役会において、発行数二二〇〇万株、発行価額一株一一二〇円で、$Y_2$社に対する第三者割当の方法で新株発行するものと決議した。一方、$Y_2$社においても、同月一〇日開催の取締役会において、発行数一二四〇万株、発行価額一株一五八〇円で、$Y_1$社に対する第三者割当の方法で新株発行するものと決議した。これらの発行数は、新株発行後には、互いに相手方会社の発行済株式総数の一九・五パーセントに相当する株式を保有し合うとの計算の下に決定されたものであった。以上につき、Xは、右新株発行は、特に有利な発行価額であったのに（発行価額決定直前の市場価格は$Y_1$株式一株五〇五〇円、$Y_2$株式一株四一五〇円であり、発行価額はこれらに比較してそれぞれ二二パーセント、三八パーセントにすぎない）株主総会特別決議等を経ておらず違法であり、また、著しく不公正な方法であるとして、商法二八〇条の一〇（会社法二一〇条）に基づき、$Y_1$・$Y_2$それぞれの新株発行について、新株発行差止仮処分の申請をした。申請認容。

「発行会社が上場会社の場合には、［中略］企業の客観的価値が市場価格に反映されてこれが形成されるものであるから、一般投資家が売買をできる株式市場において形成された株価が新株の公正な発行価額を算定するにあたっての基準になるというべきである。そして、株式が株式市場で投機の対象となり、株価が著しく高騰した場合にも、市場価格を基礎とし、それを修正して公正な発行価額を算定しなければならない。なぜなら、株式市場での株価の形成には、株式を公開市場における取引の対象としている制度からみて、投機的要素を無視することはできないため、株式が投機の対象とされ、それによって株価が形成され高騰したからといって、市場価格を、新株発行における公正な発行価額の算定基礎から排除することはできないからである。もっとも、株式が市場においてきわめて異常な程度にまで投機の対象とされ、その市場価格が企業の客観的価値よりはるかに高騰し、しかも、それが株式市場における一時的現象に止まるような場合に限っては、市場価格を、新株発行における公正な発行価額の算定基礎から排除することができるというべきである。」

「これを本件についてみるに、$Y_1$の東京証券取引市場における株価の推移は［中略］、三〇〇〇円以上の状態が一年五

か月間、四〇〇〇円以上の状態が一年間と相当長期間にわたって続いており、しかもこのような株価の高騰は、XがY1の株式を大量に取得したことにその原因の一があるとともに、Y1の株式が投機の対象となっていることは否定できないところであると考えられる。しかし、本件においては、Y1の株価の推移、特に一定額以上の株価が相当長期間にわたって維持されていることに照らすと、その価格を新株発行にあたっての公正な発行価額の算定基礎から排除することは相当ではない。」

本決定は、市場価格は企業の客観的価値が反映されて形成されるものであるから、市場価格が公正な発行価額（払込金額）の基準となると説く。また、「株式市場で投機の対象となり、株価が著しく高騰した場合」であっても、なお、市場価格が基準となるべきとする。それは、「公開市場における取引の対象としている」以上、「投機的要素を無視することはできないため」であるとする。しかし、「異常な程度にまで投機の対象とされ、その市場価格が企業の客観的価値よりはるかに高騰し、しかも、それが株式市場における一時的現象に止まるような場合に限っては」、市場価格を基準から排除することができるとする。ここまでが一般論である。市場価格を排除しうる場合として、原因の面と期間の面とから考えるべきことを説き、しかも排除できる場合をかなり限定的に考えるもののようである。

事案に対する判断としては、投機の対象とされていたことは認定したものの、異常な程度とまではしていない。一般論において述べているように、単に投機の対象とされただけでは市場価格を排除し得ないことを確認したと言える。また、市場価格が高騰した状態が「相当長期間」にわたって続いたと認定した。結論として、本件の高騰した市場価格は基準から排除し得ないとした。

⑦東京地決平成元年九月五日[60]（宮入バルブ事件）

Xは、上場会社であるY社の株主である。Xらのグループは、昭和六二年頃からY社株式を買い集め、一時は発行済株式の過半数を保有するに至り、これを背景にY社に経営上の提案を行うなどした。Y社は、昭和六三年一二月、第三者割当新株発行を実施し、これによりXグループの持株比率も低下した。Xらは、その後もY社株式を買い増し、役員の解任・選任を目的とする臨時株主総会の招集を請求し、僅差でXらの議案が否決されるという経緯があった。その後、Y社は、再度第三者割当による新株発行を実施することとした。すなわち、平成元年八月二一日開催の取締役会において、発行数二五〇万株、発行価額一株八五一円、払込期日平成元年九月六日、第三者割当の方法による新株発行を実施する旨決議した。以上につき、Xは、右新株発行は、特に有利な発行価額であったのに（Y社株価は、平成元年七月末頃から一〇〇〇円を超え、同年八月三日以来終値が一三〇〇円を下回ったことはなく、発行価額決定直前日の終値は一四八〇円であった）株主総会特別決議等を経ておらず違法であり、また、著しく不公正な方法であるとして、商法二八〇条の一〇（会社法二一〇条）に基づき、新株発行差止仮処分の申請をした。申請却下。

「発行会社が上場会社の場合には、［中略］企業の客観的価値が市場価格に反映されてこれが形成されるものであるから、一般投資家が売買できる株式市場において形成された株価すなわち市場価格が新株の公正な発行価額を算定するに当たっての基準となるが、新株発行決議以前に投機等により株価が急騰し、かつ急騰後決議時までに短期間しか経過していないような場合には、右株価は当該株式の客観的価値を反映したものとはいいがたいから、株価急騰前の期間を含む相当期間の平均株価をもって発行価額とすることも許されるというべきである。」

本決定は、市場価格には企業の客観的価値が反映されて形成されるものであるから、市場価格が公正な発行価額（払込金額）の基準となると説く。しかし、「投機等により」市場価格が「急騰」し、かつ、急騰後新株発行の取締役会決議のときまでに短期間しか経過していないような場合には、市場価格は、客観的価値を反映したも

のとはいえないので、急騰後の市場価格は基準から排除すべきとする。⑥決定が、市場価格を排除しうる場合を、原因の面でも、期間の面でも、かなり限定的に解していたのに比べると、それよりは緩やかに考えているように読める。特に、期間については、高騰後新株発行取締役会決議のときまでが短期間であるときとしている点が目を引く。

⑧大阪地判平成二年五月二日[61]（タクマ事件）

⑤と同一の事実関係の下、A社株主Xは、一株六八〇円は著しく不公正な発行価額であるとして、本件新株発行の割当を受けたYらに対し、商法二八〇条の一一（会社法二一二条一項一号）に基づき、公正な発行価額との差額に相当する額について、会社に対する責任を追及し代表訴訟を提起した。なお、新株発行後の事情ではあるが、Xは、昭和六三年一一月二日破産宣告を受けており、Xが買占めを中止した後の株価は、低落している。請求棄却。

「その会社の株式が、一般に許容される限度を超える不当な目的をもった大量買い占めのため、市場において極めて異常な程度にまで投機の対象とされ、その市場価額が企業の客観的価値よりはるかに高騰し、かつ、それが右不当な買い占めの影響を受ける期間の現象に止まるような、極めて例外的な場合においては、その新株発行価額決定直前の市場価額を、新株発行における公正な発行価額の算定の基礎から排除することが許されると考えられる。」

「これを本件についてみると、A社の株価は昭和六二年三月ころから本件新株発行価額決定直前に至るまで、一般に許容される限度を超える不当な目的をもったXの大量買い占めにより、その市場価額が企業の客観的価値よりはるかに高騰していたが［中略］、Xが倒産し大量買い占めが中止されその影響がなくなった昭和六三年一一月以降は、A社が本件新株発行価額決定に際し採用した推定株価と現実の市場価額とがほぼ一致し、平成元年に入ってからはむしろ現実の市場価額の方が右推定株価を下回っている事実に鑑みると、極めて例外的事例に属するものというべきであるけれども、

本件事実関係の下では、前記A社の採用した本件新株発行価額の決定方法を合理的な算定方法でないということができず、したがって本件新株の発行価額六八〇円を著しく不公正な発行価額に該当すると認めることはできないといわざるを得ない。」

本判決では、「一般に許容される限度を超える不当な目的をもった大量買い占めのため、市場において極めて異常な程度にまで投機の対象とされ」市場価格が「企業の客観的価値よりはるかに高騰」した場合であって、かつ、「不当な買い占めの影響を受ける期間の現象に止まるような、極めて例外的な場合」に、例外的に市場価格を排除しうるとする。

事案に対する判断としては、「一般に許容される限度を超える不当な目的をもったXの大量買い占めにより、その市場価額が企業の客観的価値よりはるかに高騰」していたと認定した。また、買占めをしていたXが買占めを中止した後の市場価格は低下しており、それと比較してもA社の採用した発行価額の決定方法は合理的でないとはいえないとした。ただし、後者の事実は、新株発行後の事実である。

⑨大阪地決平成二年六月二二日[62]（ゼネラル事件）

Xらは、上場会社であるY株式会社の、本社工場跡地の資産価値に注目し、Y社株式を大量に買進め、Y社発行済株式のうち約三〇パーセントを保有するまでに至っている。ところで、Y社は、平成二年六月七日開催の取締役会において、発行数四〇〇万株、発行価額一株一三〇〇円、払込期日平成二年六月二三日、第三者割当の方法で新株発行を行う旨決議した。以上につき、Xは、右新株発行は、特に有利な発行価額であるのに株主総会特別決議等を経ておらず違法であり、また、著しく不公正な方法であるとして、商法二八〇条の一〇（会社法二一〇条）に基づき、新株発行差止仮処分の申請をした。申請認容。

「その会社の株式の市場価格が、合理的な理由がないのに、異常な程度にまで高騰し、それが一時的な現象に止まるような例外的な場合には、その新株発行価額決定直前の市場価格を、新株発行における公正な発行価額算定の基礎から排除することが許されると考えられる。そこで、本件がこのような例外的な場合に該当するか検討するに、［中略］Xが Y社の株式を大量に取得したことがY社の株価の高騰に大きく影響したことは明らかであるが、XのY社の株式の大量取得が不当な目的のためになされたと認めるに足りる資料はなく、また、Y社の株価が上昇する前からY社において本社工場の移転計画が策定され、そのために株式市場関係者の間で本社工場の跡地の資産価値が注目されるに至っていたものであり、Xもこの点に注目してY社の株式を取得するに至ったのであり、Y社の株価の高騰は必ずしも合理性のない異常なものとはいえないこと、Y社の株価が一八〇〇円以上の状態で七か月間も維持され、その間のほとんどは二〇〇〇円を超えており、本件取締役会決議のあった日の前日である平成二年六月六日の終値二三六〇円はその七か月間における株価の推移の中では平均的な価額であることなどの事情に照らすと、本件が右例外的な場合に該当するとまでは認められず、そうすると、本件新株発行決定直前の市場価格を発行価額の算定の基礎から排除することは許されない。」

本決定は、市場価格が「合理的な理由がないのに、異常な程度にまで高騰し、それが一時的な現象に止まるような例外的な場合」には、高騰した市場価格を公正な発行価額（払込金額）の基準から排除することができるとする。

事案に対する判断としては、Xによる株式の大量取得により株価が高騰したことは認めながらも、株式市場関係者の間でY社の資産価値に注目が集まっていたこと、Xもその点に注目して株式を取得していたことを認定し、高騰した株価は必ずしも合理性のない異常なものとはいえないとした。同じ大阪地裁の決定である⑧決定と対比してみると、買占めにも不当な目的の買占めと、正当な目的の買占めとがあり、本件のように、買占めを行った者が発行会社の資産価値に着目していたような場合は、正当な目的の買占めであって、「合理的な理由がないのに、異常な程度にまで高騰」した市場価格には当たらないと考えるものと推測される。

⑩東京地決平成一六年六月一日[63]（宮入バルブ事件）

上場会社であるY株式会社は、平成一六年五月一八日開催の取締役会において、発行数七七〇万株、発行価額一株三九三円、払込期日平成一六年六月三日、第三者割当の方法で新株発行を行う旨決議した。右新株発行につき、Xは、特に有利な発行価額であるのに株主総会特別決議等を経ておらず違法であり、また、著しく不公正な方法であるとして、商法二八〇条の一〇（会社法二一〇条）に基づき、新株発行差止仮処分の申請をした。申請認容。

「本件各証拠［中略］によれば、Xらによる大量の株式取得が、Y株式の証券市場における株価に影響を与えていることは否定できない。しかし、本件各証拠［中略］によれば、XらはYへの経営参加や技術提携の要望を有しており、Yに対する企業買収を目的として長期的に保有するために株式を取得したものであることが窺われ、本件全証拠を精査しても、Xらが不当な肩代わりや投機的な取引を目的として株式を取得したものと認めるに足りる資料はない。また、本件各証拠［中略］によれば、Yの業績も改善していること、証券業界（会社四季報）におけるYの業績の評価も向上していること、Yと同様にバルブ事業を営む企業においても、昨年後半から今年にかけて株価が2倍ないし4倍に高騰している事例があることの各事実が認められ、これらの事実に加え、前記のとおりYの1株当たりの株価が今年に入って500円以上で推移している事実に照らせば、Y株式の株価の上昇が一時的な現象に止まると認めることはできない。」

「そうすると、本件において、公正な発行価額を決定するに当たって、本件新株発行決議の直前日である平成16年5月17日の株価、又は本件新株発行決議以前の相当期間内における株価を排除すべき理由は見出しがたい。」

⑧⑨決定の文脈でいえば、不当な目的の買占めとは「不当な肩代わりや投機的な取引を目的として株式を取得」する場合をいい、「経営参加や技術提携」や「企業買収を目的として長期的に保有する」場合は正当な目的の買占め（株式取得）ということになろう。また、Y社株式の上昇は、Xの株式取得以外の要因もあったとして

いる。

なお、本決定は、「客観的価値」という言葉も、「公正な価額」（⑤決定）という言葉も使っていない。

## 2　学　説

### （1）不当な目的の買占めによる高騰

買占めにより市場価格が高騰した場合の公正な払込金額については、少なくとも、⑧決定以後の裁判例をみる限り、不当な目的の買占めと正当な目的の買占め（株式取得）とを区別する考え方が定着したようである。[64] 学説でも、高値売り抜けや高値肩代わりを狙った、不当な目的の買占めによって市場価格が高騰している場合には、高騰後の市場価格は排除しうるとする考え方がある。[65] この見解によれば、「買占めをなす者は、自己の取得株式の平均コストが採算にあう限り、現在取得しようとしている［中略］株の市場価格がいかに高騰していようと買注文を出すわけであるから、そうして形成される市場価格は株式の実体価値と大きく乖離する」ものであって、「公正な発行価額の基準として何の役にも立たない」とし、[66] また、不当な目的の下に買占めを行った者やそれに提灯をつけた投資家は保護するに当たらないとする。[67] さらに、そうした買占めに対する会社側の対抗手段の確保の必要性を説く。[68]

こうした考え方に対しては、買占めが悪であるという価値判断を前提にした考え方であって、会社がなぜ買占め側株主の利益を害することができるのかについて解答を与えていないとの批判がある。[69] また、客観的価値反映説の立場から、こうした考え方は、市場価格の形成自体についての合理性を問うことになるが、そもそも客観的価値反映説が市場価格の合理性を検討するのは、払込金額の公正性を判断するために検討するのであって、公正な払込金額が要求される趣旨から離れて、形成された市場価格の合理性を問うことには意味がないとの批判が

ある。[70]

（2）例外的に市場価格を排除しうる場合

以上に対して、現在の多数学説の結論は、すでにみたように、市場価格が高騰した場合にも、原則として、高騰後の市場価格を基準とすべきというものであった。ただし、その理由付けには違いが見られ、大きく、客観的価値反映説、市場価格説、折衷説の三つに分かれる。ところで、ここで問題の、一定の場合に高騰後の市場価格を基準から排除しうるかについて、市場価格説の中には、いかなる場合においても市場価格を排除することはできないする見解がある。[71]例外的に市場価格を公正な払込金額の基準から排除しうるだけの合理的な理由は見出し得ないし、高騰した市場価格を基準とすれば、既存株主の利益にこそなれ、不利益にはならないことを理由とする。[72]これを除いて、多数の見解は市場価格を排除できる場合があることを認めている。

まず、客観的価値反映説は、先にみたように、市場価格の高騰も可能な限り客観的価値を反映したものとして説明しようと試みる立場であるから、これが説明し得ない場合に排除しうると考えることになる。買占めによって高騰している場合についても、いわゆる「投機」によって上昇した場合と、客観的価値（実体的価値、合理的理由）の高まりを反映した場合とを区別し、投機の場合は公正な払込金額の基準から市場価格を排除すべきとする。[73]すなわち、次のように、具体的な場合を想定して、客観的価値を反映したものといえるか否かを検討する。[74]例えば、買占めを契機として市場価格が上昇するときでも、買占め側が企業結合や支配権取得を目指す場合は、買占め側も対象会社の企業価値や収益力に期待し、市場もそれを積極的に評価して上昇するのであれば、当該企業の潜在的な力が顕在化したもの（客観的価値の増大、合理性があるもの）とみることができるとする。[75]これに対して、予想される支配権争奪戦による市場価格の上昇に便乗する形で高騰する場合や、支配権の変動とは無関係

に浮動株が少ないことなどから高騰する場合は、投機によるものであって、高騰に合理性がないので、市場価格を公正な払込金額の基準から排除することができるとする。[76] また、一定額以上の市場価格が「相当長期にわたって維持されている」ような場合には、客観的価値を反映して形成された部分があるものと解することができるとする立場がある。[77]

以上に対して、市場価格説に立ちつつ、「株価が一時的に高騰しており、時価が短期間内に下落することが合理的に予想される場合」[78] には、市場価格を公正な払込金額の基準から排除しうるとする見解がある。[79] 折衷説の立場でも、同様に解するようである。[80]

しかし、市場価格説に立ちつつ、例外的に市場価格を排除しうる場合を認めることは、市場価格説の前提からして根拠付けがなしえないのではないかとの批判がある。[81] 客観的価値反映説に立ってこそ、市場価格からの修正、あるいは排除を根拠づけうるとする。[82]

（3） 高騰の持続性

⑥決定は、「市場価格が企業の客観的価値よりはるかに高騰し、しかも、それが株式市場における一時的現象に止まるような場合」に、また、⑨決定は、「市場価格が、合理的な理由がないのに、異常な程度にまで高騰し、それが一時的な現象に止まるような例外的な場合」に高騰した市場価格を公正な発行価額（払込金額）の基準から排除できるとする。さらに、最近の⑩決定も、同事案における市場価格の高騰が「一時的な現象に止まると認めることはできない」ことを根拠の一つとして、市場価格を基準から排除すべきでないとする。[83] 一時的な市場価格の高騰の場合、これは公正な払込金額の基準から排除されるべきか。

学説も、先に見たように、一時的な高騰は公正な払込金額の基準から排除できることを認めるものが多い。た

だし、市場価格高騰の継続期間を唯一の絶対的な基準とすることには、一部に批判がある。[84] これを基準とすれば、今度はどの程度の継続期間をもって公正な払込金額の基準となり得るのかが問題となってきて、この基準が一人歩きすることにもなりかねないとする。この論者によれば、高騰した市場価格を排除する場合には、高騰した市場価格に合理性がないことの証明（ないし疎明）責任を会社側に負わせ、高騰期間が長くなるにつれて高騰の合理性が強く推認されるものと捉え、この期間に応じて会社側の証明負担を重くするのが妥当であるとする。[85]

## 第三節　検討と私見

### （一）公正な払込金額が求められる趣旨と公正な払込金額の意味

公正な払込金額の意味を明らかにするには、まず、会社法が公正な払込金額による発行を求める趣旨を明確にしなければならない。従来の議論において混乱が見られるのは、いずれも、この点が曖昧であったことに原因があったと考える。株主割当以外の場合において、何故、公正な払込金額での募集株式の発行等が要求されるのか、その立法趣旨を明らかにしておく必要がある。

これを考えるにあたっては、まず、株式発行に伴う、株式価値希釈化のメカニズムを確認しておく必要がある。一般に、募集株式の発行等がなされるにあたって、その払込金額を、発行等がなされる時点の株式価値、すなわち、時価とするならば、他の事情を一定とすれば、発行等の前後で株式価値の変動は生じない。これが文字どおりの時価発行（時価募集）である。ところが、払込金額が時価よりも低い金額とされると、株式価値の希釈化が生じ、株式価値が低下することになる。この希釈化による株式価値の低下は、株主割当であれ、それ以外の方法による場合であれ、生ずる現象である。その最も極端な場合が、株式分割（会社法一八三条）の場合である。株

式分割は、経済実体としては、払込金額を〇円として株主割当の方法で行う新株発行と同じであるが、分割の結果、分割前の株式が蔵していた価値の一部が、新たに発生した株式に流れ出ることにより、結果として、新規株式も、既存株式も、同等の価値をもつことになる。つまり、株式価値が分割前より、薄められることになるわけである。払込金額が、時価よりも低く設定されて実施される新株発行では、同じメカニズムによる株式価値の低下が必ず生ずることになる。例えば、時価が一〇万円、発行済株式総数一〇〇〇株であるというとき、払込金額を時価の半額の五万円として一〇〇〇株発行する（有利発行）というのは、経済実体としては、公正払込金額一〇万円で五〇〇株発行し、同時に五〇〇株無償発行することと変わりがない。有利発行では、この五〇〇株の無償発行分だけ、希釈化が生じ、株式価値が低下するのである。株主割当の方法による募集株式の発行等であれば、損失を受ける者と利得する者とが一致するはずであるので問題にならないが、それ以外の方法による場合では、希釈化による株式価値の低下は、すなわち、既存株主の経済的利益を侵害するものとして問題とされるわけである。(86)

ここで注意が必要な点は、次の三つの点である。第一は、この現象は、市場における当該企業に対する評価が変わった結果起こる株式価値の変動とは異なるものであるということである。右にみたように、有利発行（有利募集）による株式価値の希釈化は、経済実体としては株式分割による株式価値の希釈化と同じ現象である。従来の議論において、混乱がみられたのは、希釈化現象を、企業評価自体の改訂をはじめとする他の株価変動要因と分けて捉えていなかった点にあったといえる。株式分割と異なり、資金調達目的の募集株式の発行等であれば、発行会社に新規資金が流入し、その結果企業価値の評価自体に変動を来すことになる。調達される資金が有益なプロジェクトに投資され、将来の企業価値の増加が見込まれるようであれば、株式価値上昇要因となる。逆に、有益でないと評価されれば、資金調達自体が株式価値低下要因となる。このことと、希釈化による株式の価値低

下とは分けて考えなければならない。資金調達の実施により企業価値の評価が高まれば、当然株式価値が上昇するはずであるが、その場合でも、払込金額が時価よりも低く定められると、希釈化が生じ、本来の上昇ほどに株式価値が上昇しないという結果となる。資金流入による企業評価の改訂と、希釈化による株式価値の低下とは、峻別されなければならない。前者は市場の当該企業自体に対する評価変更に基づく変動である。後者は企業評価自体に変更はないが、それを割るべき株数が増えたことによる変動である。有利発行では二つの株式価値変動要因が同時に起こるので、みえにくくなっているわけである。

注意すべき第二の点は、希釈化による株式価値の低下は、企業評価そのものの改訂によるものではないから、市場価格以外の株式価値においても同じように生ずるということである。株式の持つ価値を認識する場合、取引所における市場価格のほか、投資価値、支配価値、清算価値等様々な認識方法が考えられるが、希釈化による価値低下は、実質的には株式分割が起きたのと同様であるので、いずれの認識方法による価値においても、同じように、価値低下が生ずることになる。これは、清算価値においても、市場価格においても、また、買占めがあって市場価格が高騰している場合であっても、同様である。例えば、買占めがあって市場価格が高騰している状況において、一株を二株に分割する株式分割を実施すれば、原則として、一株あたりの株式価値は半分になる。[87] ただ、現実には、買占めによって市場価格が高騰しているような場合、価格自体が安定しない（時間あたりの変動幅が大きい）ということもあるし、募集株式の発行等が行われる（予定される）こと自体によって、市場価格は大きく影響を受けるということはある。しかし、そのことと、希釈化による株式価値の低下とは区別して捉える必要がある。

注意すべき第三の点は、希釈化によって株式価値が低下することの、何が会社法上問題であるのか、ということである。繰り返しになるが、払込金額が時価よりも低く定められて募集株式の発行等が行われる場合、原則と

して、希釈化が生じ、株式価値が低下する。この、希釈化によって株式価値が低下すること自体は何ら問題ではない。問題となるのは、株主割当以外の方法の場合である。すなわち、第三者割当や公募の方法による募集株式の発行等では、希釈化があると、本来既存株主に帰属すべきであった株式価値の一部が、新規株主に移転していってしまうということが問題なのである。そうすると、これは、単なる株主間の公平性、平等性の問題ではない。本来既存株主に帰属すべきであった価値（現実には、発行等の効力発生前に市場価格は上昇しているので、すでに帰属していた価値）が、他人に帰属してしまうという、誠に不正義な結果を来すことになる問題なのである。例えば、昭和五〇年最判（前掲①）は、発行価額（払込金額）の決定について「新株主に旧株主と同等の資本的寄与を求めるべきものであり、この見地からする発行価額は旧株の時価と等しくなければならない」と述べ、また、その後の下級審判例にも「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」と説くものがある。これは、新規株主に同等の負担をさせるのでなければ、既存株主からみて不公平だ、という価値判断からの説明であろうと思われる。しかし、払込金額の公正性を、そのように、負担の公平性の問題として捉えていくと、ある程度の値引きは既存株主に我慢してもらうこともやむを得ないとの結論に結びつきやすい。実際、昭和五〇年最判は、この後のくだりで、会社が資金調達を実現するという、会社の利益の前には、既存株主の利益は一歩退くべきことを説く。しかし、問題は、新旧株主の負担の公平を求めることにではなく、そうでなければ、既存株主の富が新規株主に移転してしまうというところにある。つまり、流通市場で一〇万円している株式を、五万円で手に入れられることが問題なのではなく（安く手に入れられることが問題なのではなく）、その結果、市場価格は七・五万円となり、差額二・五万円を新規株主が利得してしまうことが問題なのである。しかも、この利得は、既存株主の株式価値の一部が移転してきたもの、既存株主からみれば奪われていった価値なのである。したがって、単に既存株主の有する株式価値が下落することだけが問題なのでもない。それに止まらず、その価

値が新規株主の株式に移転してしまうことが真の問題である。既存株主にとっては自らの財産の一部がもぎ取られるという問題なのである。そうであるから、既存株主の承諾なくしては、時価より低い払込金額で募集株式の発行等をすることは許されない、というところへつながってくるのである。そしてまた逆に、そうであるから、株主割当の場合には発行価額の有利性を問題にしないのである。

以上のように考えてくると、取引市場の相場のある株式について株主割当以外の方法でなす募集株式の発行等の公正な払込金額は、希釈化による株式価値移転を防止するため[88]、市場価格と同額以上でなければならないということになる。市場価格を下回る価格が払込金額に設定された場合は、希釈化による株式価値の移転が生じてしまうからである。これが会社法が求める、公正な払込金額の意味である。ただし、現実の問題としては、新株発行に関する技術的な要請による若干のディスカウントを余儀なくされる場合がある。これについては、後述する。

そうすると、結論としては、原則としては、従来の学説でいう市場価格説の結論を採るべきであると考える。ただし、従来の市場価額説の論者も必ずしも、公正払込金額が求められる趣旨を的確に捉えていなかった点は指摘しておかなければならない。例えば、「組織的な市場で時価が形成されている場合、株主は時価で株式を処分でき、投資家は時価を支払わなければ株式を取得できず、会社は時価で新株を発行できるのであるから[89]」公正な払込金額は市場価格でなければならないとする。この説明には次の三つの考慮要素が含まれている。第一の要素は、既存株主との公平性、第二の要素は、流通市場における投資家との公平性[90]、第三の要素は、会社自身の利益、である。しかし、私見によれば、会社法において公正な払込金額が要請される趣旨としては、第一の要素が全てであると考える。ただし、前述のように、既存株主との公平性の意味が、負担の公平性という意味で使われるのであれば、それは誤った方向へ導かれるおそれがあるので注意が必要である。第三の要素（会社の利益）は、その含意は必ずしも明確でないが、「一株当たりでできるだけ多額の資金を会社が集めることをめざして考える

べき」[91]ことを意味するものとすれば、適切ではない。一株当たりでいくら資金を集めるかは、会社の利益にとっては何らの影響もない。一株当たりの配当額が固定的にされているような会社では、一株当たりで、できるだけ沢山の資金を集める方が有利だといわれることがあるが、これは全くの誤解である。名目的にそのようにみえるだけで、資本コストは変わらないからである。また、この場合に、株主の立場とは別に会社の利益を考えることの意図も不明である。さらに、第二と第三の要素を挙げると、なぜ、株主割当の場合に、市場価格を払込金額の基準としなくてよいのか、説明がつかないことになる。既存株主から新規株主への富の移転を防止するためと理解して初めて、全てが統一的に説明できることになるのである。

また、客観的価値反映説は、要するに原則として市場価格が客観的価値を表すが故に公正性の基準となるとの考え方であるが、何故、客観的価値であれば公正性の基準となるのか、会社法的見地からの説明に成功しているとは言い難い。市場価格が客観的価値を反映するものであるか否かといった議論は、払込金額の公正性にとっては関わりのない事柄である。

### （二）公正な払込金額の論点

以上に見てきたように、公正な払込金額とは市場価格と同額であることを求めるものである。それは、そうでなければ、新旧株主間で富の移転が生じ、不公正な結果となるからである。以下では、払込金額をめぐるいくつかの論点について考えていきたい。

#### 1　消化可能性について

従来の判例、学説によれば、いつの時点の市場価格を基準とするべきかについては、効力発生日、ないし払込

期日とされてきた。この点についてはどのように考えるべきであろうか。

取引市場のある株式については、時々刻々株式の取引が行われ、株価が付いてゆく。こうした株式について、有利発行（有利募集）によって希釈化が起きるのは、払込金額が決定され、情報が伝わった段階においてである。つまり、取引市場のある株式においては、希釈化現象が起きるのは、効力発生日（時）において初めて起こるのではなく、その前の、払込金額決定・公示のあった時点においてである。すなわち、決定された払込金額が、決定・公示時点における市場価格を下回っていれば、市場では後日に予想される希釈化を織り込むことになる。希釈化による下落はこの時点で完了することになる。この場合、希釈化により損失を被るのは、募集株式の発行等の効力発生日直前の株主（いわゆる既存株主）ではなく、払込金額の決定・公示時点直前の株主と、新規株主（募集株式引受人）との間においてである。そうすると、取引市場のある株式の発行会社において、募集株式の発行等に際して、希釈化による株式価値下落の損失から守られるべき株主とは、厳密には、いわゆる既存株主ではなく、払込金額の決定・公示時点直前の株主だということになる。したがって、有利発行にならないように払込金額を決めるには、払込期日・払込期間初日に近い日ではなく、払込金額が決定・公表される時点になるべく近い時期の市場価格である必要がある。つまり、取引市場のある株式では、希釈化は、払込金額公表直後に完了してしまうので、払込金額決定時点と効力発生日が近接しているかどうかは、既存株主の利益にとっては問題にならない。

なお、払込金額決定後、株価が上昇し、効力発生日の株価が、決定された払込金額より高くなれば、再び希釈化が起こるのではないかと考えたくなるところであるが、そういうことはない。もし、効力発生日で希釈化が（再び）起きるとすれば、そこでまた、希釈化による断絶的な下落を来すと想定することになるが、市場では、将来確実に起きることは現在の時点で織り込むことになるから、そういうことは起きない。もし、現実に払込金

額決定後株価が上昇するということがあるならば、それは希釈化を織り込んだ後、別の要因で上昇したということである。希釈化は織り込み済みであるから、それ以上希釈化は起きないわけである。すでに市場は資金調達後を見据えて動き出したということである。

それでも払込金額決定時点は、より遅い方がいい（効力発生日により近い時点が望ましい）と考えるのは、これは実は、新規株主（募集株式引受人）の利益を考えるからである。すなわち、募集株式引受人としては、効力発生前に払込金額が確定しこれに拘束される（会社法二〇八条）ことになるが、当該株式について現実に取引ができるようになるのは、効力発生日を待たねばならず（同条四項）、その間のリスクを憂えるからである。これは、既存株主を希釈化による損失から保護するための配慮ではない。この観点からは、払込金額決定時点と、効力発生日とは近接している必要がある。そして、これが技術的に困難なことがあれば、払込金額を決定時点の市場価格よりも割り引く必要が出てくる。そうでなければ、募集株式の発行等による資金調達が実現し得ないことになるからである。しかし、この割引を会社の利益のためとするのはやや不正確である。技術的理由に基づく募集株式引受人のための割引である。

ところで、一部学説では、新株発行によって、市場に新たに株式が供給されることになると、市場における需給が悪化して、値崩れを起こすおそれがあるので、これに備えて、市場価格よりも割り引く必要があると説くものがある。しかし、これも誤解を含んでいるように思われる。そもそも、株式は、それ自体が価値を持つものであるから、通常の商品取引のように、希少性のみに基づいて市場価格が決定されるという性質のものではない。そうすると、資金調達のための募集株式の発行等で、その内容を公表後市場価格が下落するというのは、それによって行おうとしているプロジェクトが、市場の要求利回りに満たない、望ましくないものであるから、市場価格が下落するのである。[92][93] 市場の要求利回り以上の、望ましいプロジェクトのために行われる募集株式の発行等で

あれば、市場価格は上昇する。つまり、公表後、市場価格が下落するような資金調達は、本来であれば実施されるべきでないということである。それでも、募集株式の発行等を実施する場合には、新たに形成された市場価格に基づいて払込金額が決定される必要がある。

付言しておけば、望ましいプロジェクトのための資金調達であれば、資金調達の内容が公表されると、株価は上昇することになる。上昇した市場価格と同額に払込金額を決定すれば、既存株主から新規株主への富の移転を防ぐことができる。かつ、この市場価格上昇は文字どおりのキャピタルゲインであり、全額既存株主が享受するべき価値上昇である。[94] 企業評価改訂による株価変動と希釈化作用による株価下落とを区別して捉えるべきであるというのが本稿の一貫した立場である。

### 2　シナジー効果（相乗効果）について

会社同士で提携を目的として、第三者割当の方法で募集株式の発行等が行われるような場合、提携により提携当事会社の間にいわゆるシナジー効果が発生することが考えられる。一＋一が二よりも大きくなるような効果のことである。一方の提携当事会社の立場から考えてみると、提携の第三者割当に伴って、当該会社の株式価格が高まるのは、他方の当事会社の貢献によるものと考えることもできるであろう。とりわけ、救済的な色合いの濃い提携の場合は、自力で企業価値を高めたというよりは、相手方会社の信用力によって、株価が上昇したと捉えるのが妥当であろう。こうした場合、一部の学説は、募集株式引受人たる相手方会社の貢献を加味して、払込金額を市場価格よりも低く設定しても公正な払込金額であるとする。言い方を換えると、この場合、そのような払込金額を設定する裁量権が取締役会にあるということである。

確かに、提携目的の第三者割当の場合には、経済実体としては、提携自体、無形の出資をしているものと評価

すべき場合があろう。その分を考慮して、払込金額を低く定めることは、経済実質的には公正と見られる場合もあり得る。[95] また、前述のように、払込金額を低く設定することには、富の移転効果があるから、この効果を利用するかたちで、無形の出資分を返還するということも、許されてしかるべきであろう。しかし、そのような、経済実体に即した分配をする場合も、その裁量が取締役会にあると考えるのは妥当でない。募集株式の発行等に伴う企業価値の改訂によるキャピタルゲインは、まずは全額既存株主に帰属すべきものである。そして、現に、既存株主に帰属しているのである。これを既存株主から引き離すには、既存株主自身の承諾なくしてできないことは当然のことである。現実には、相手方会社との交渉により払込金額が決められるものであろうが、既存株主を棚上げにしておいて決定できると考えるべきではない。また、経済実体に即した分配が真の公正であるとしても、現実には、払込金額をいくらとすれば、真の公正が実現できるのかは明確に証明することが困難である。この面からも、株主総会特別決議が必要と考えざるを得ない。筆者も、資本提携の当事会社同士での公正な分配という考え方自体に反対するものではない。法律解釈の問題として、取締役会にはそれを行う裁量権が与えられているとは考えられないこと、実施するのであれば株主総会決議が必要であることを主張するものである。

### 3　株価高騰の場合について

これまで見てきたように、公正な払込金額の基準は、払込金額決定時点の市場価格と同額でなければならないと考えるべきである。これは、市場価格よりも低く定められると、希釈化作用により新旧株主間で富の移転が生じてしまうからである。会社法二〇一条一項が有利発行（有利募集）には株主総会特別決議を求める趣旨も、この富の移転に配慮するからであり、市場価格より低い払込金額を定める場合には必ず、株主総会決議による必要があると考えられる。希釈化による富の移転は市場価格が高騰している場合であっても、原則として、生ずるこ

とであるから、これを公正な払込金額の基準から排除することはできないというべきである。もっとも、株式が異常な投機の対象となり、高騰が一時的とみられるような状況においては、必ずしも希釈化が起きない場合も考えられる。判例も、多数の学説も、こうした場合には、高騰した市場価格を基準から排除することを認めている。この点はどのように考えるべきであろうか。

異常・一時的高騰の場合では、払込金額を時価未満としても希釈化が生じないこともありうるのではなかろうか。こうした高騰は、株式自体の価値に注目して市場価格が形成されるのではなく、買占め等により株式の希少性が増したことによって形成されたものと考えられ、そうした場合には、希釈化は起きないことが想像される。例えば、支配権争奪のような局面において、残り少なくなった流通株式を手に入れるために、当該の株式を手に入れるために、付いた価格が、そのような高騰した価格であったというような場合である。つまり、このような市場価格は、当該時点の、当該局面において、当該株式に付された価格であるにすぎない。このような状況がもしあるとすれば、払込金額が市場価格を下回る水準に設定されても希釈化による富の移転は生じないと考えられる。希釈化による富の移転があったか否かは、事後に、市場価格が払込金額を上回る（富の移転あり）か、それ以下に低落する（富の移転なし）かにより容易に判断が可能である（事後の株価が下落したか否かではなく、事後の株価が払込金額よりも上か下か）。異常・一時的高騰のような場合には、いわゆる値崩れを起こし、事後の市場価格が払込金額を下回ることもあるであろう。こうした場合には、結果として、既存株主から新規株主への富の移転はなかったことになる。会社法が公正な払込金額を求めるのは、株式価格の下落防止にあるのではなく、希釈化による既存株主から新規株主への富の移転を防ぐためである。そうすると、希釈化が生じないような異常・一時的な高騰の場合には、市場価格を基準から排除することも可能であると解することができる。

ただし、ある払込金額を採用した際、それによってどの程度の希釈化が生ずるか、あるいは希釈化は生じない

かは、事前には、完全に証明することが不可能である。つまり、異常・一時的な高騰であるというのは、後になってから分かることであって、募集株式の発行等前の段階においては、その判別は難しいし、完全な証明をすることも不可能である。とはいえ、一円単位できっちり計測することは難しいにしても、具体的な状況において、ある払込金額が、少なくとも希釈化を招くことはない（事後の市場価格が払込金額よりも下回る）との判断は、状況次第では不可能ではないと思われる[96]。そうした場合には、例外的に、市場価格を公正な払込金額の基準から排除することも認められてよいと考える[97]。

一部学説では、異常ないし一時的高騰であることを証明ないし疎明すれば、排除しうるとする[98]が、異常ないし一時的高騰であることの証明は、私見の、希釈化が生じない水準の証明よりもさらに難しいと思われる。仮に、異常ないし一時的高騰であることを証明できたとして、何故、それを払込金額の基準から排除できるのかが不明である。

また、判例[99]や一部学説[100]は、買占め側の目的が、高値肩代わりや売り抜けのような不等な目的であり、この買占めを原因として市場価格が高騰しているような場合には、市場価格を排除できるとする。不等な目的を持った者を保護するような解釈を採るべきでないということであるが、今少し冷静な判断が必要ではなかろうか。まず、不等な目的の買占めを行うような株主を保護すべきでないとの価値評価を仮に採用するにしても、払込金額が低く定められることによって希釈化が起これば、富の移転は全既存株主に生ずることになる。問題の株主のみならず、他の「善良な」既存株主も害されることになる。会社法としてはそのような株主の主観的態様によって立場を区別しているとは考えられないし、希釈化は全既存株主の持ち株に生ずる以上、現実にも区別は不可能である。買占め株主の目的によって公正な払込金額の判断を変えるとの解釈には賛成できない。

## 第四節　会社法一九九条三項にいう「特に有利な〔払込〕金額」と同二一二条一項一号にいう「著しく不公正な払込金額」

次に、会社法一九九条三項にいう「特に有利な〔払込〕金額」と同二一二条一項一号にいう「著しく不公正な払込金額」の意味を確認しておきたい（平成一七年改正前商法二八〇条の二第二項と同二八〇条の一一第一項）。

### （一）両条項の関係についての学説

両者の関係について、一つの見方によれば、会社法二一二条一項一号は、同二〇一条一項・一九九条二・三項の求める株主総会特別決議（三〇九条二項五号）がないままに有利払込金額で募集株式の発行等が行われた場合に適用になるので、有利払込金額と不公正払込金額とは同じ事柄を指しているとする。[101] この見方によると、いずれの条文の適用に際しても、基準となる公正な払込金額とは同じものを指していることになる。

これに対しては、両者は異なるとの考え方がある。[102] すなわち、有利発行（有利募集）に際して株主総会決議を求める会社法二〇一条一項・一九九条二・三項（平成一七年改正前商法二八〇条の二第二項）は、募集株式の発行等についての手続（取締役会と株主総会の権限の分配）を定めるのに対して、同二一二条一項一号（商法二八〇条の一一）は効力発生後の既存株主と新規株主の利害の調整を直接の目的とするものである。前者は、既存株主の経済的利益の保護を問題としており、逆に新規株主が不利になる払込金額については問題としないことからして、既存株主の利益保護を目的とする規定である。一方、後者は新旧株主間の利益調整を目的とするものであり、このように趣旨が違う以上、その基準となる公正払込金額の解釈も異なりうるとする。したがって、特に時価を下回る払込金額は原則として有利な払込金額であるとしつつ、株主総会特別決議を経ることなく時価を相当に下回

る払込金額で募集株式を引き受けた者は原則として著しく不公正な払込金額で引き受けたことになるが、特別の事情により実質的に既存株主の利益を害していないことを立証すれば、不公正な払込金額ではなくなると解する余地がある、とする。

具体的には、すでに紹介した②③ソニー＝アイワ事件のように、資本参加目的や救済目的の第三者割当では、募集株式引受人の発行会社に対する貢献があったと評価すれば、事前の問題としては、株主総会特別決議が必要と考えられても、事後の問題である会社法二一二条一項一号は適用されるべきでないという場合があり得るとする。[103] あるいは、時価を下回る払込金額で募集株式の発行等をしたとしても、効力発生後、さらに株価が上昇し、結果として事前の株価よりも上昇するような場合には、結果として既存株主も損害を被っていないので会社法二一二条一項一号は適用にならないと考えられるとする。[104]

### （二）検討

私見では、違法有利発行（有利募集）の事後処理の規定としての会社法二一二条一項一号には立法論として疑問がある。[105] しかし、その点はここではひとまず措く。少なくとも、現行法としては、会社法二一二条一項一号の定める要件が満たされる限り、その適用があることは否定し得ない。ここでは、この規定は、違法な有利発行により既存株主が被った経済的損失の救済のため、引受人が会社に差額を支払うべき旨を定めたものとして検討を進める。

まず、両規定の趣旨が異なるとの指摘、すなわち、株主総会決議を求める会社法二〇一条一項・一九九条二・三項（改正前商法二八〇条の二第二項）は、新規株主が不利になる払込金額については問題としていないから、専ら既存株主の利益保護を目的とする規定であり、同二一二条一項一号（商法二八〇条の一一）は、新旧株主間の

利益調整の規定であるとの点についてである。これについては、いずれの規定も払込金額をめぐる新旧株主間の利益調整を図る規定であって、両規定の目的は同じであると考える。前者が、新規株主が不利になる払込金額を問題としないのは、事柄の性質上会社法があえて規定を置くまでもないからである。すなわち、すでに指摘されているとおり、[106] 新規株主にとって不利な払込金額であれば、募集株式の発行等そのものが実現しないか、その引受人がそれを承知で引き受けるか[107]のどちらかである。したがって、わざわざ会社法が保護に乗り出すまでもないことである。有利発行について株主総会決議を求める会社法二〇一条一項は、規定の内容としては、既存株主の保護であるが、扱っている問題はやはり両株主の利益調整である。一方、後者も新旧株主間の利益調整のための規定である。前述のように、一般に、払込金額が市場価格未満に定められれば、株式価値を介しての富の移転が生ずるが、その既存株主の受けた損害を救済する規定が会社法二一二条一項一号である。富の移転により、全新規株主は利得する結果になるが、会社法は、責任を負うべき者を取締役と通じて当該払込金額で引き受けた新規株主に限定したのである。[108] このように、いずれの規定も、新旧株主間の利益調整の規定である。いずれも、払込金額をめぐって、希釈化による既存株主から新規株主へ富の移転が生ずることに備える規定であり、その意味でいえば、既存株主の保護を目的とする規定である。したがって、会社法一九九条三項の有利払込金額についても、同二一二条一項一号の不公正払込金額についても、その基準となる公正な払込金額は、同じものと解してよいと考える。すなわち、公正な払込金額とは、希釈化による富の移転を来すことのない払込金額ということになる。そして、これは、取引市場の相場のある株式では、原則として、市場価格と同額であることが求められているということになる。この点は、前節で検討したとおりである。

資本参加目的や救済目的の第三者割当の場合には、両規定の公正な払込金額の意味が異なりうるとの見解によると、募集株式引受人の発行会社に対する貢献があったことにより、株価が上昇するような場合、事前の問題と

しては払込金額が市場価格を下回る以上、株主総会決議を要すると解し、しかし、株主総会決議がなかった場合でも、引受人の貢献によって株価が上昇したとみられるような場合には、市場価格を下回る払込金額であっても不公正とはいえず、会社法二一二条一項一号は適用されないという。確かに、特に救済的な色合いの濃い第三者割当を想定した場合、募集株式引受人側から、現実の出資とは別に、無形の出資ともいうべき貢献を、発行会社が受けていると評価し得る場合もあるであろう。経済実体としては、市場価格を下回る払込金額で引き受けさせても不公正でない場合があろう。しかし、第三節でも述べたように、会社法は、まずそれを既存株主に帰属させた上で、「貢献」した引受人に再分配する必要があると既存株主が判断する場合にだけ、それを認めるとの仕組みを採っているのである。また、上昇した株価のどの部分が貢献によるものか、明確に測定することは難しく、結局は当事者の主観的判断に任せるしかなく、その判断をなし得るのは、取締役会ではなく、株主総会であるとするのが会社法の採用した権限分配である。払込金額を低くしたことによって、結果的に、経済実体どおり貢献に応じた分配がなされ、経済的に公正な結果をもたらしているという場合もあろう。しかし、法的評価の問題としては、そのような分配をなすには、事前に既存株主の承諾（株主総会特別決議）がなければなし得ず、会社法二一二条一項一号の適用も排除し得ないということになる。

また、第三者割当の発表により、低迷していた株価が上昇するような場合には、結果的に既存株主は損害を受けておらず、むしろ、利益を得ているようにも見える。確かに、こうした場合、既存株主に生ずる損害は見えづらい。しかし、有利発行によって生ずる既存株主の損失は、新規株主の利得と金額において必ず一致する。これは、両者間における富の移転の問題であるから、当然のことである。既存株主の損失は見えにくくとも、新規株主の利得は、事後の株価と払込金額との差額として、容易に把握できる。他の株価変動要因がない限り、原則として、新規株主の利得と同額だけ、既存株主は損害を被っているということができる。第三者割当発表後に株価

が上昇する場合には、既存株主は損害を被っていないという認識は、この点に誤解があるというべきである。結果として市場価格が高くなったか低くなったかではなく、富の移転、すなわち、既存株主が損失を受け、新規株主が利得していないかどうかが問題とされるべきなのである。事後の市場価格が払込金額よりも高くなる場合には、原則的には、希釈化による富の移転があったと見るべきである。既存株主の保有する株式の市場価格が上がったか下がったかが問題なのではないのである。

以上のとおり、会社法二〇一条一項・一九九条二・三項も、二一二条一項一号[109]も、いずれも、有利発行による新旧株主間の富の移転に備える規定であって、そこにおける公正な払込金額の基準も異なるものではないというべきである。

## 第五節　結　語

本稿では、募集株式の発行等における公正な払込金額の意味を検討した。具体的には、公開会社を前提に、取引市場の相場のある株式について考えた。

公正な払込金額をめぐっては、多数の裁判例があり、学説も検討を重ねてきた。原則として、市場価格を基準とすべきとの結論では、概ね一致しているが、その趣旨やなぜ市場価格が基準となるのかについては、議論が錯綜している。個別的な問題でも、消化可能性による割引を認めるべきか、資本提携のための第三者割当の場合をどのように考えるか、市場価格が高騰している場合にどう考えるべきかなど、議論も結論も多岐にわたる。

この問題を考えるには、まず、会社法二〇一条一項や二一二条一項一号で、払込金額の公正性を求めるのは何故か、その趣旨を解明することが先決であると考える。そもそも、有利発行（有利募集）は、会社自体に損害を

与えるわけでもなく、会社債権者の立場を害するものでもなく、専ら既存株主と新規株主との公平性の問題である。すなわち、希釈化作用による株式価値を介した富の移転が生ずることが問題である。そうすると、公正な払込金額とは、新旧株主間で富の移転が起きないような水準に決められることを求めるものであることがわかる。取引市場のある株式でいえば、原則として、市場価格と同じ金額に定めれば、希釈化による富の移転は避けられる。公正な払込金額とは、このような意味であると解釈されるべきである。

従来の学説は、大別すると、市場価格が客観的価値を反映している限り、公正な払込金額の基準になるとする、客観的価値反映説と、客観的価値を考慮することなく、端的に市場価格が基準とされるべきとする、市場価格説とに分けることができる。しかし、いずれの立場においても、公正な払込金額が求められる趣旨については、統一を見ていないようである。ある説によれば、既存株主と新規株主との資本的寄与の平等性を求めるものだといい、また、別の説によれば、既存株主の持ち株の価値低下を防止するものであるとする。しかし、そうした理解では、新規株主の利得の側面を忘れることになり、富の移転という不正義な事態を見失うことになる。また、市場価格説の論者によれば、流通市場で株式を取得する者と募集株式引受人との平等性を問題にする。しかし、そのようなことのために会社法が公正な払込金額を求めるとは考えられない。会社法は、ここでは、新規株主と既存株主との利益調整を図っているのであって、それ以外の利益をここに持ち込むのは適切ではないと考える。

有利発行により富の移転が生ずるということは、筆者がここで初めて指摘するものではない。従来から指摘されていたところである。ただ、あまり重要視されてこなかったようである。筆者は、富の移転という甚だ不正義な結果となることこそが、会社法における有利発行の問題の本質であると考える。

以上のような観点から、公正な払込金額の意味を考えると、原則として、払込金額を決定する時点における、市場価格を基準とすべきことになる。この点、従来の見解では、本来は、募集株式の発行等の効力発生時ないし

払込期日の時点における市場価格が基準となるべきところ、発行条件の公示等の問題から、本来よりも前の時点で払込金額を決定せねばならず、それ故、決定時点の時価から割引する必要があるとする。しかし、取引市場のある株式を前提に考えれば、市場価格よりも低く払込金額が定められて希釈化が起こるのは、効力発生時ではなく、払込金額が決定され公表された時点である。したがって、払込金額決定時点と、効力発生時とが近いかどうかは、公正な払込金額にとっては問題とならない。払込金額決定時点から効力発生日までの間が長かろうと、短かろうと、払込金額決定時点の市場価格と同額に定めておけば、希釈化は生じないはずである。しかし、そうはいっても、払込金額決定時点ないし株金払込日と、効力発生日とが離れていると、募集株式引受人としてはそれだけリスクが高まることになるので、現実の問題としては、募集株式の発行等実現のため、払込金額決定時点の時価よりも割引せざるを得ない。この場合、割り引かれた払込金額も公正な払込金額とせざるを得ないが、これは専ら技術的な理由から引受人の利益に配慮するものであって、会社の利益に配慮するものではない。

資本提携の目的で第三者割当が行われる場合はどうか。一部の学説によれば、募集株式引受人たる相手方会社の「貢献」があって市場価格が高騰する場合には、それに配慮して、高騰した市場価格よりも低い水準に払込金額を決めても公正な払込金額になるとする。確かに、特に救済的資本提携の場合など、高騰した市場価格よりも低い払込金額を採用することが、経済実質的に見て、公正な結果となる場合もあることは否定できない。しかし、その場合でも、取締役会にその裁量権限があると解するのは妥当でない。経済実質的な公正といっても、明確に計測することは難しいし、この場合においても、まずは既存株主に上昇した価値が帰属しており、それを新規株主に移転させるには、やはり株主総会特別決議が必要と考えるべきである。

買占め等の背景があって、異常・一時的に市場価格が高騰した場合はどうか。異常・一時的高騰のときは、場合によっては、希釈化による富の移転が起きない場合もありうる。すなわち、流通株式の希少性が短期的に極端

に高まるような場合には、市場価格未満の払込金額としても希釈化作用が起きない場合が考えられる。もっとも、事前にはそのことは分からないので、原則的には、市場価格が高騰した場合であっても、高騰した市場価格を払込金額の基準としなければならない。例外的に、市場価格未満の払込金額としても希釈化の生じないことが証明できるような場合に限って、事前の問題としても市場価格を排除することができると考えられる。事後において初めて、希釈化があったかなかったかがわかるが、それは、原則として、市場価格が、払込金額以上となったか否かによって、比較的簡便に判断できる。事後において、市場価格が払込金額を上回るということは、新規株主が利得していることを意味し、既存株主も同額の損失を受けているはずである。

最後に、会社法一九九条三項の特に有利な払込金額と、二一二条一項一号の著しく不公正な払込金額との意味について検討した。一部の学説によると、両規定の基準となるべき公正な払込金額は異なることがありうるとされる。払込金額が市場価格未満に定められて募集株式の発行等が行われても、結果的に市場価格が上昇するような場合には、既存株主は損害を受けておらず、会社法二一二条一項一号の適用はないとの見解がある。しかし、前述のように、結果として市場価格が上昇しても、払込金額が事後の市場価格よりも低いということは、原則として、新規株主が利得しているとみられるのであって、そうであれば、既存株主は損失を受けており、富の移転があったことになる。富の移転があって、二一二条一項一号の他の要件を満たす限り、同条の適用があるといわざるを得ない。結局、いずれの規定も、希釈化による富の移転に備える規定であって、既存株主と新規株主の利益調整を図る規定であるという点で共通している。したがって、そこで基準となるべき払込金額も同じと考えるべきである。

（1）本稿で取りあげる全裁判例とほとんどの学説は、平成一七年改正前商法を前提としたものであることをお断りしておく。

（2）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）四二五頁以下。

（3）河合伸一「新株発行差止めの仮処分」中野貞一郎＝原井龍一郎＝鈴木正裕（編）民事保全講座第3巻（平成八年）二五二頁以下注一八は、市場価格ではなく、持分価値（一株あたりの客観的価値）を公正な発行価額（払込金額）の基準とするべきとされる。この考え方によると、非上場の会社の場合も統一的に解釈できることになる。確かに、持分価値と市場価格とが一致する限りにおいて市場価格を基準とし、両者が乖離した場合には持分価値を基準とするというのであれば、結局、主張そのものは同じことになる。三枝一雄「第三者割当増資と公正な新株発行価額算定の基準」法律論叢六五巻二・三号（平成四年）七九頁は、清算価値を基本とする「実体的価値」を基準とするべきであるとされる（なお、三枝一雄「⑧判例批評」金融・商事判例八六四号（平成三年）四〇頁以下）。また、吉永榮助「新株の不公正発行とエクィティ」上柳克郎（編）大森先生還暦記念商法・保険法の諸問題（昭和四七年）一六六頁以下は、公正な発行価額の基準として、市場価格と併存すべき客観的資料として「エクィティ」（貸借対照表の純資産額から計算される「株式の簿価」を基礎として計数的に把握される）を提唱される。

（4）民集二九巻四号三五〇頁、判例時報七七八号二二頁。本件批評、S・H・E「①判例批評」時の法令九〇四号（昭和五〇年）五九頁以下、境一郎「①判例批評」判例評論二〇三号（昭和五一年）二四頁以下、伊沢和平「①判例批評」昭和五〇年度重要判例解説ジュリスト六一五号（昭和五一年）八一頁以下、川口冨男「①判例批評」法曹時報二八巻八号（昭和五一年）一七一頁以下、神崎克郎「①判例批評」民商法雑誌七五巻一号（昭和五一年）一二三頁以下、岸田雅雄「①判例批評」商法の判例（第三版）一一七頁以下、近藤弘二「①判例批評」会社判例百選（第五版）別冊ジュリスト一一六号（平成四年）一四二頁以下、阪埜光男「①判例批評」新証券・商品取引判例百選別冊ジュリスト一〇〇号（昭和六三年）三二頁以下、中村建「①判例批評」会社判例百選（第六版）別冊ジュリスト一四九号（平成一〇年）一四二頁以下、伊藤勇剛「①判例批評」酒巻俊雄＝尾崎安央（編）会社法重要判例解説〔新版〕（平成一六年）二四六頁以下。

（5）本判決を引用する裁判例として、大阪地決昭和六二年一一月一八日（後掲）、大阪地判平成二年五月二日（後

掲）、大阪地決平成二年六月二二日（後掲）、東京地決平成一六年六月一日（後掲）。

（6） 買取引受の場合における発行価額が問題とされた事案である。

（7） 味村治・改正株式会社法・商法の一部を改正する法律の解説（昭和四二年）一七一頁。

（8） 髙鳥正夫「新株引受権と有利発行」（昭和三三年）会社法の諸問題（増補版）（昭和五六年）五一一頁、長濱洋一「新株発行価額の公正性」早稲田法学三八巻三・四冊（昭和三七年）二一六―二一七頁、石井照久・会社法下巻（商法Ⅲ）（昭和四二年）一六頁、田代有嗣・詳解改正会社法（昭和四二年）二一八―二一九頁、大森忠夫「§２８０ノ２」大森忠夫＝矢沢惇（編）注釈会社法（五）新株の発行（昭和四三年）五二頁、坂本延夫「判例批評」金融・商事判例二七三号（昭和四六年）四―五頁、坂本延夫「②判例批評」金融・商事判例三四五号（昭和四八年）四頁、境・前掲一四八頁、堀口亘「②判例批評」判例評論一七四号（昭和五一年）三〇頁、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）二五六頁、杉原則彦「第三者割当増資の諸問題」司法研修所論集１９９０―Ⅰ八三号（平成二年）四九―五〇頁、近藤・前掲①判批一四三頁、大隅健一郎＝今井宏・会社法論・中巻〔第三版〕（平成四年）六〇二頁、栗山徳子「第三者に対する新株発行と公正な発行価額」判例タイムズ七九五号（平成四年）四八頁、平出慶道「⑥判例批評」ジュリスト一〇三七号（平成六年）二四六頁、前田庸・会社法入門〔第９版〕（平成一五年）五七六頁、加美和照・新訂会社法第八版（平成一五年）三四八頁、伊藤・前掲二四七頁。

（9） 以上の引用部分は、味村・前掲一七一頁。

（10） 竹中正明「判例批評」証券・商品取引判例百選別冊ジュリスト二〇号（昭和四三年）二〇五頁、近藤・前掲①判批一四三頁、大隅＝今井・前掲六〇二頁。そのほか、新株発行に伴う供給超過による値崩れを懸念するものとして、山崎輝彦「公募価格の決定方法について」商事法務研究二一五号（昭和三六年）四頁、菱田政宏「特異な第三者割当増資に関する考察」商事法務八二一号（昭和五三年）八頁、青竹正一・会社法（平成一五年）二八八頁。

（11） 髙鳥・前掲五一一頁。同旨、竹中・前掲二〇五頁。

（12） 本文中以下の引用部分は田中誠二・三全訂会社法詳論下巻（平成六年）九五四頁。

（13） 坂本・前掲②判批四頁、宮島・前掲論文二五六頁、三枝・前掲⑧判批四三頁、大隅＝今井・前掲六〇二頁、青竹・前掲二八八頁、加美・前掲三四八頁。

(14) 森本滋「②判例批評」ジュリスト五八四号（昭和五〇年）一四五―一四六頁、伊沢・前掲八三頁、阪埜光男「第三者割当と新株の発行価額」（昭和五三年）株式会社法の論理（平成二年）一九八―二〇〇頁、菱田・前掲六―七頁、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（二）―」民商法雑誌八二巻三号（昭和五五年）三四八―三四九頁、弥永真生「⑤判例批評」ジュリスト九五三号（平成二年）一三一頁以下、森本滋「新株の発行と株主の地位」法学論叢一〇四巻二号（昭和五三年）二三頁、森本滋「第三者割当をめぐる諸問題」（平成元年）河本一郎＝神崎克郎ほか・第三者割当増資企業金融と商法改正2（平成三年）二〇八―二〇九頁、青竹・前掲二八八頁。

(15) 大隅＝今井・前掲六〇三―六〇四頁は、消化可能性への配慮を認める前説の立場から次のように反論する。すなわち、「新株発行が取締役会の権限にゆだねられ、取締役会の権限において新株の発行価額を定めうるものとされる以上、取締役会は新株発行の実行に必要な発行価額を定めうべきが当然であって、右の見解は少しく厳格にすぎる」とされ、また、完全消化のためにはどのような価額でも公正な発行価額と考えるものでもないとされる。

(16) 伊沢・前掲八三頁、阪埜・前掲①判批三三頁以下。

(17) 森・前掲論文三五三頁。

(18) 新株発行の効力発生日について、昭和二五年改正商法二八〇条の九第一項は「払込期日より」としていたが、昭和三七年改正で「払込期日の翌日より」と改められた。しかし、再び、平成一六年の改正で「払込期日より」と改められている。

(19) 効力発生日の時価とするものは、長濱・前掲二一六頁、杉原・前掲五〇頁、大隅＝大森・前掲六〇二頁。平成一六年改正前の制度を前提に、払込期日の時価とするものは、森本・前掲②判批一四六、伊沢・前掲八三頁、森・前掲論文三五三頁、神崎・前掲①判批一三一―一三三頁、阪埜・前掲第三者割当と新株の発行価額一九八―一九九頁、吉原和志「判例批評」新証券・商品取引判例百選別冊ジュリスト一〇〇号（昭和六三年）三五頁、前田・前掲五七六頁、青竹・前掲二八八頁、伊藤・前掲二四七頁。

(20) 味村・前掲一八一頁は、発行価額は何万円以上というような範囲または最低限を公示・通知したのでは足りないとされている。

(21) 須藤純正「算式表示による時価発行について―法務省民事局第四課長回答をめぐって―」商事法務九八九号（昭和五八年）八頁以下。また、証券取引法上の募集（同二条三項）に該当する新株発行では、有価証券届出書（同四条以下）の効力発生（同八条）後でなければ、これを実施し得ないことから、時間的間隔ができてしまうという問題があった。この点について、二宮洋二「新株発行手続における算式表示方式の導入について」商事法務九九四号（昭和五八年）九頁以下。なお、神崎克郎「時価による時価発行」商事法務九四九号（昭和五七年）二頁以下。

(22) これにより、いわゆるブック・ビルディング方式（日本証券業協会「有価証券の引受けに関する規則」七条の二、同細則三条の二）等による発行条件の決定が可能となった（原田晃治＝泰田啓太＝郡谷大輔「自己株式の取得規制等の見直しに係る改正商法の解説〔下〕」商事法務一六〇九号（平成一三年）八頁、森本健一「新株発行に係る発行価額等の表現と日程の短縮」商事法務一六一一号（平成一三年）二五頁以下）。

(23) 判例時報六七九号七〇頁、金融・商事判例三二六号一六頁。本件批評、坂本・前掲②判批二頁以下、森本・前掲②判批一四四頁以下、堀口・前掲二六頁以下、宮島司「②判例批評」（昭和五一年）企業結合法の論理（平成元年）二七八頁以下。

(24) 判例時報七一五号一〇〇頁。本件批評、大山俊彦「③判例批評」新証券・商品取引判例百選別冊ジュリスト一〇〇号（昭和六三年）三六頁以下。

(25) 坂本・前掲②判批五頁（ただし、坂本延夫「⑥判例批評」金融・商事判例八三三号（平成二年）四五頁、坂本延夫「⑨判例批評」金融・商事判例八六九号（平成三年）五一頁以下）、堀口・前掲三二頁、平出・前掲二四六―二四七頁。河本一郎＝神崎克郎ほか「《座談会・1》第三者割当増資をめぐる諸問題」（平成元年）河本一郎＝神崎克郎ほか・第三者割当増資企業金融と商法改正2（平成三年）一四頁以下は、少なくとも、商法二八〇条の一一（会社法二一二条一項一号）の問題の解決としては概ね妥当であったとされるようである。また、森本・前掲第三者割当増資をめぐる諸問題二一五―二一六頁、栗山・前掲四九頁、江頭憲治郎・結合企業法の立法と解釈（平成七年）二二七頁以下も結論には賛成されるようである。

(26) 坂本・前掲⑥判批四五―四六頁、坂本・前掲⑨判批五一頁以下、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）七五頁以下、七八頁以下。

(27) 吉本健一「会社支配権の価値と新株発行価額の公正性〔中〕」商事法務一二三九号（平成三年）一一頁以下、同〔下〕商事法務一二四一号（平成三年）三三頁以下。

(28) 洲崎博史「⑥判例批評」判例評論三七四号（平成二年）四一頁、蓮井良憲「⑥⑦判例批評」私法判例リマークス一号１９９０（平成二年）一八二－一八三頁。

(29) 江頭憲治郎「株式評価の方法」裁判実務体系第3巻会社訴訟・会社更生法（昭和六〇年）八九頁（ただし、江頭・前掲結合企業法の立法と解釈二二七頁以下）。

(30) 江頭・前掲株式評価の方法八九頁、森本・前掲第三者割当をめぐる諸問題二一六頁、坂本・前掲⑥判批四六頁、蓮井・前掲一八四頁。

(31) 吉本・前掲論文〔中〕一三頁。ただし、坂本・前掲⑨判批五三頁。

(32) 森本・前掲②判批一四五－一四六頁（ただし、森本滋（発言）前掲《座談会・1》一五－一六頁、森本滋（発言）河合伸一＝神崎克郎ほか「《座談会・2》第三者割当増資をめぐるその後の動向」（平成元年）河本一郎＝神崎克郎ほか・第三者割当増資企業金融と商法改正2（平成三年）八六－八七頁、森本・前掲第三者割当増資をめぐる諸問題二一四－二一七頁）、宮島・前掲論文二五七頁、神崎克郎「第三者割当と公正な発行価格」第三者割当増資の論点・別冊商事法務一一六号（平成元年）八七－八八頁、関俊彦「二社間の相互引受による新株発行の差止〔上〕」商事法務一一九二号（平成元年）一二頁、森本・前掲第三者割当をめぐる諸問題二一六頁、篠田四郎「⑥判例批評」名城法学三九巻一号（平成元年）五一頁・五三－五四頁、弥永・前掲一三〇－一三一頁、秋坂朝則「⑦判例批評」日本法学五六巻二号（平成二年）一一五七頁、権鍾浩「⑨判例批評」ジュリスト一〇五四号（平成六年）一一五頁、大和正史「⑨判例批評」服部榮三（編）平成会社判例１７５集（平成一四年）三三五頁、服部榮三「⑧判例批評」服部榮三（編）平成会社判例１７５集（平成一四年）三四一頁、服部榮三「⑥判例批評」服部榮三（編）平成会社判例１７５集（平成一四年）三四三頁、宮島司・会社法概説〔第三版補正二版〕（平成一六年）四〇二頁注一、関俊彦・会社法概論〔新訂版〕（平成一六年）四九〇頁注二、倉澤資成「市場価格の役割：新株の有利発行と時価」倉澤資成（編）市場競争と市場価格（平成一七年）五七頁。

(33) 森本・前掲②判批一四五－一四六頁、弥永・前掲一三一頁。

(34) 神崎・前掲第三者割当と公正な発行価額八七頁、篠田・前掲五一頁。
(35) 神崎・前掲第三者割当と公正な発行価額八八－八九頁注八。
(36) 神崎・前掲第三者割当と公正な発行価額八七頁、篠田・前掲五一頁、秋坂・前掲一五七頁。服部・前掲⑧判批三四一頁は、証券取引所の存在を認める以上、企業の客観的価値に基づく株価を想定することは許されないとされる。
(37) 森本・前掲②判批一四六頁、篠田・前掲五一頁、弥永・前掲一三〇頁、秋坂・前掲一五七頁。
(38) 関・前掲一二頁。同旨、上村達男「第三者割当増資―秀和事件にみる株価観」企業会計四一巻一〇号（平成元年）一〇三頁。
(39) 神崎克郎（発言）前掲《座談会・2》八五頁。
(40) 杉原・前掲五一頁は、「商法が新株発行価額の決定に当たり新株引受人と株主との間の公平性を確保している趣旨は、株主の資本的寄与が会社の資産及び収益力の上に発現して企業の客観的価値を形成し、これが、市場における需給を反映して形成された正当な株価に反映されていると考えられるからであ」り、「したがって、株価が商法の予定していないような異常な高騰をしているときには、株主は、そのような価格で株式を売却して投下資本の回収をする利益まで商法上保障されているわけではない」とされる。また、坂本・前掲⑥判批四五－四六頁、前掲《座談会・2》八七－九一頁の議論参照。
(41) 阪埜・前掲第三者割当と新株の発行価額一七九頁以下。
(42) 阪埜・前掲第三者割当と新株の発行価額一八三頁。
(43) 堀口・前掲三二頁、菱田・前掲七頁、新谷勝「⑤判例批評」金融・商事判例八一六号（平成元年）四四頁、平出・前掲二四七頁。
(44) 菱田・前掲七頁。
(45) 杉原・前掲五四頁。
(46) 新谷・前掲四四頁。同旨、堀口・前掲三二頁、杉原・前掲五四頁、藤田・前掲七八－七九頁。
(47) 森本滋「新株の発行と株主の地位」法学論叢一〇四巻二号（昭和五三年）二四頁、森本滋「§280ノ2」上柳克郎＝鴻常夫＝竹内昭夫（編）新版注釈会社法（7）新株の発行（昭和六二年）七四－七五頁（ただし、森本滋（発

言）前掲《座談会・1》一五頁以下、森本・前掲第三者割当をめぐる諸問題二一五―二一六頁）。

(48) 河合伸一（発言）前掲《座談会・1》一九頁以下、森本・前掲第三者割当をめぐる諸問題二一八頁注三九。

(49) 水田耕一「第三者割当と新株の発行価額」商事法務研究四七六号（昭和四四年）八頁、大山・前掲三七頁。なお、三枝・前掲論文八二頁は、第三者割当の場合、「清算価値」を基準とするべきであるとされる。

(50) 宮島・前掲論文二五〇―二五一頁。

(51) 森本・前掲第三者割当をめぐる諸問題二一六頁、江頭・前掲結合企業法の立法と解釈二二七頁以下、江頭憲治郎・株式会社・有限会社法〔第4版〕（平成一七年）六二二頁注三。なお、洲崎・前掲四四頁注七。

(52) 江頭・前掲結合企業法の立法と解釈二二七頁以下。なお、大隅＝今井・前掲六〇五―六〇六頁は、資本参加目的の第三者割当新株発行において、相手方会社の貢献を考慮して、時価を下回る価額を発行価額としても、公正な発行価額（払込金額）となるとされる（同旨、堀口・前掲三二頁、森田章（発言）前掲《座談会・2》八四頁、栗山・前掲四九頁）。

(53) 発行会社に生じたシナジーのうち、相手方会社の貢献によらない部分は、発行会社株主に帰属すべきであるとされ、発行会社既存株主がこれを取得できないような発行価額（払込金額）に設定された場合、既存株主の不利益であるとされる（江頭・前掲結合企業法の立法と解釈二三二頁）。

(54) 森本・前掲§280ノ2七四―七五頁（ただし、森本・前掲第三者割当をめぐる諸問題二一八頁注三九）。

(55) 森本滋（発言）前掲《座談会・1》一六頁以下、神崎克郎（発言）前掲《座談会・1》一六頁参照。企業提携を原因とする株価の高騰はシナジー効果として企業の客観的価値の上昇があったと説明し、高騰後の市場価格を払込金額の基準とするべきであるとの立場からは、こうした反論がなされることになろう。

(56) 金融・商事判例三五五号一〇頁。

(57) 判例時報一二九〇号一四四頁。本件批評、新谷・前掲四二頁以下、弥永・前掲一二九頁以下。本件抗告審、大阪高決昭和六二年一一月二四日（民商法雑誌一〇〇巻一号三〇頁）。

(58) 当事者の主張を検討する中で使われているのみである。

(59) 金融・商事判例八二六号一一頁、判例時報一三一七号二八頁、判例タイムズ七〇四号八四頁。本件批評、関俊彦

「二社間の相互引受による新株発行の差止―秀和対忠実屋・いなげや事件に関連する法律問題―」〔上〕商事法務一一九二号（平成元年）八頁以下、〔中〕商事法務一一九三号（平成元年）一〇頁以下、〔下〕商事法務一一九四号（平成元年）二三頁以下、並木俊守「企業買収と第三者割当増資・秀和対忠実屋事件とアメリカの判例」経理情報五六四号（平成元年）四頁以下、倉澤康一郎「第三者割当増資と株主の権利・秀和対忠実屋・いなげや事件、高橋産業対宮入バルブ製作所事件の検討」経理情報五六六号（平成元年）四頁以下、上村・前掲一〇二頁以下、柴田和史「⑥判例批評」ジュリスト九四四号（平成元年）一一三頁以下、中村直人「第三者割当増資の地裁決定はどのようになされたのか・秀和対忠実屋・いなげや事件、高橋産業対宮入バルブ製作所事件決定の検討」経理情報五六九号（平成元年）一三頁以下、田中治「⑥判例批評」民事研修三九二号（平成元年）五二頁以下、篠田・前掲二九頁以下、坂本・前掲⑥判批四〇頁以下、森淳二朗「⑥判例批評」法学セミナー四二二号（平成二年）一一六頁、山田二郎「⑥⑦判例批評」金融法務事情一二四八号（平成二年）一〇頁以下、洲崎・前掲三八頁以下、坂本延夫「⑥⑦判例批評」平成元年度重要判例解説ジュリスト九五七号（平成二年）一〇三頁以下、蓮井・前掲一八〇頁以下、酒巻俊雄「⑥判例批評」平成元年度主要民事判例解説判例タイムズ七三五号（平成二年）二六〇頁以下、山田純子「⑥判例批評」商事法務一三三七号（平成五年）三三頁以下、平出・前掲二四五頁以下、吉本健一「⑥判例批評」会社判例百選（第六版）別冊ジュリスト一四九号（平成一〇年）一四四頁以下、富永敏文「⑥判例批評」判例タイムズ一〇六二号（平成一三年）二〇四頁以下、服部・前掲⑥判批三四二頁以下、和田宗久「⑥判例批評」酒巻俊雄＝尾崎安央（編）会社法重要判例解説〔新版〕（平成一六年）二五四頁以下。

(60) 金融・商事判例八二八号二二頁、判例時報一三二三号四八頁。本件批評、阪埜光男「宮入バルブの第三者割当増資の決定をめぐって」商事法務一一九四号（平成元年）二頁以下、並木俊守「企業防衛と第三者割当・高橋産業対宮入バルブ製作所事件の検討」経理情報五六七号（平成元年）四頁以下、倉澤康一郎・前掲四頁以下、中村直人・前掲一三頁以下、山田二郎・前掲一〇頁以下、坂本・前掲⑥⑦判批一〇三頁以下、蓮井・前掲一八〇頁以下、秋坂・前掲一五三頁以下、関俊彦「⑦判例批評」服部榮三（編）平成会社判例175集（平成一四年）三三二頁以下。

(61) 金融・商事判例八四九号九頁。本件批評、三枝・前掲⑧判批三五頁以下、阪埜光男「⑧判例批評」私法判例リマークス三号1991〈下〉（平成三年）一二〇頁以下、小原卓雄「⑧判例批評」平成2年度主要民事判例解説判例タ

イムズ七六二号（平成三年）二二二頁以下、服部・前掲⑧判批三四〇頁以下。

(62) 金融・商事判例八五一号三九頁、判例時報一三六四号一〇〇頁。本件批評、阪埜光男「ゼネラルの第三者割当増資に関する二つの決定―第三者割当の公正な発行価額の問題点―」商事法務一二二八号（平成二年）九頁以下、坂本・前掲⑨判批四七頁以下、瀬木比呂志「⑨判例批評」平成2年度主要民事判例解説判例タイムズ七六二号（平成三年）二二〇頁以下、吉本健一「⑨判例批評」法学セミナー四四二号（平成三年）一二五頁、権・前掲一一三頁以下、大和・前掲三三四頁以下。

(63) 金融・商事判例一二〇一号一五頁、判例時報一八七三号一五九頁。本件批評、太田洋「⑩判例批評」商事法務一七〇二号（平成一六年）二四頁以下、大塚和成「⑩判例批評」銀行法務21六四〇号（平成一六年）三二頁以下、菊地雄介「⑩判例批評」受験新報六四九号（平成一七年）二二頁以下、鳥山恭一「⑩判例批評」法学セミナー六〇三号（平成一七年）一二二頁。

(64) 太田・前掲二六頁。

(65) 森本滋（発言）前掲《座談会・1》一五頁以下、森本・前掲第三者割当をめぐる諸問題二一五頁、権・前掲一一五頁、江頭・前掲結合企業法の立法と解釈二二五―二二六頁注三（江頭・同箇所は、正当な目的（企業買収目的）の場合には公開買付の方法によるべきで、そうでない者は不当目的の買占めと推定されるのもやむを得ないとされる）、江頭・前掲株式会社・有限会社法六二三頁注三。

(66) 以上の引用は、江頭・前掲株式会社・有限会社法六二三頁注三。

(67) 江頭・前掲結合企業法の立法と解釈二二六頁注三。

(68) 江頭・前掲結合企業法の立法と解釈二二六頁注三、権・前掲一一五頁。

(69) 弥永・前掲一三一頁。

(70) 坂本・前掲⑨判批五二頁。

(71) 宮島・前掲論文二五七頁、篠田・前掲五四頁、服部・前掲⑧判批三四一頁、服部・前掲⑥判批三四三頁、宮島・前掲会社法概説四〇二頁注一、関・前掲会社法概論四八九―四九〇頁（「特に乱脈な株価の高騰下落がない限り（株価の安定性）」市場価格を基準とすべきとされる）。

(72) 篠田・前掲五三―五四頁。

(73) 坂本・前掲⑥判批四六頁、洲崎・前掲四〇―四一頁、吉本・前掲論文〔下〕三八頁。なお、河合伸一（発言）前掲《座談会・1》一七―一八頁。森・前掲論文三五四―三五六頁は、投機価値を含む価額は新規株主にとって公正な価額（払込金額）でなく、詐欺禁止規定のような別の法理の求めるところにより、発行価額からは排除されなければならないとされる。ただし、この場合にも、時価を下回る発行価額とするにはあくまで既存株主保護の手続（商法二八〇条の二第二項）は経なければならないとされる。

(74) このような検討方法に賛意を表すものとして、栗山・前掲四八―四九頁、山田純子・前掲三六頁、太田・前掲二五―二六頁。

(75) 坂本・前掲⑥判批四六頁、洲崎・前掲四一頁（同旨、栗山・前掲四八頁）。

(76) 洲崎・前掲四一―四二頁（同旨、栗山・前掲四八頁）。

(77) 坂本・前掲⑥判批四六頁。

(78) 神崎・前掲論文八九頁注一一。

(79) 森本・前掲第三者割当をめぐる諸問題（2）二二頁は、「一時的に時価が高騰しそれに合理性のないことが明らかな場合」に、時価を無視すべきとされる。同旨、神崎克郎（発言）前掲《座談会・2》八五頁、秋坂・前掲一五八頁。また、弥永・前掲一三〇―一三一頁は、高騰に持続性がない場合の排除を認められる。

(80) 阪埜・前掲ゼネラルの第三者割当増資に関する二つの決定一三頁は、「特別な異例の事情による株価の急騰が生じていない限り」時価を基準とすべきとし、また、「異常な投機によって一時的に生じたもの」でなければ基準となりうるとされる。

(81) 篠田・前掲五四頁、坂本・前掲⑨判批五二頁。

(82) 坂本・前掲⑨判批五二頁。

(83) ⑦決定は「急騰後決議時までに短期間しか経過していないような場合」には、市場価格を排除できると結論づけているが、市場価格の高騰が一時的か否かということと、高騰後新株発行についての取締役会決議のときまでの期間の長短とは別の問題であるとの批判がある（神崎克郎・株式の買集めと第三者割当・経理情報五六七号（平成元年）

一頁）。

(84) 洲崎・前掲四一頁、栗山・前掲四八頁。

(85) 洲崎・前掲四二頁。会社側に証明（疎明）責任を負わせるとの見解として、弥永・前掲一三一頁、平出・前掲二四八頁。

(86) 森本・前掲新株の発行と株主の地位八頁、森本・前掲「§２８０ノ２」二九頁、近藤弘二「§２８０ノ１１」上柳克郎＝鴻常夫＝竹内昭夫（編）新版注釈会社法（七）新株の発行（昭和六二年）三〇三頁、大山・前掲三六頁、田中治・前掲六三頁注八、木下公明（発言）河本一郎＝竹中正明ほか「■座談会■第三者割当増資をめぐって」第三者割当増資の論点―関係判例・資料のすべて―別冊商事法務一一六号（平成二年）一三頁、岸田・前掲四一頁、山本爲三郎・会社法の考え方〈第5版〉（平成一七年）二八六頁など。反対、森・前掲論文三五〇―三五一頁。

(87) ただし、現実には、株式分割により流動性が増すことで、分割割合どおりに希釈化が生ずるとは限らないことが知られている。

(88) 有利発行に関する既存株主の経済的利益保護の要請の意味はこのように理解されるべきである。

(89) 神崎・前掲第三者割当と公正な発行価額八八―八九頁注八。

(90) 洲崎博史（発言）前掲《座談会・2》九三頁は、第二の要素が最も重要であるとされる。

(91) 菱田・前掲七頁。

(92) 倉澤資成＝広田真人「時価発行増資におけるプライス・メカニズム〔上〕」商事法務一三二三号（平成五年）二頁以下。

(93) 新株発行を発表した直後に株価が暴落し、これに関連して株価操作が行われた云々との事件を契機として、証券取引法上、安定操作取引に関する規定（証券取引法施行令二〇条以下）が整備されたとされる（河本一郎・現代会社法（新訂第九版）（平成一六年）二九二―二九三頁）。しかし、この場合も、暴落したのはおそらく市場が当該新株発行を拒絶したからであろう。また、平成一六年三月一二日付日経金融新聞一頁「検証エクイティファイナンス（下）安易な調達に『ノー』」は安易な資金調達を投資家が拒否する動きを報道している。

(94) 倉澤資成＝広田真人「時価発行増資におけるプライス・メカニズム〔下〕」商事法務一三二四号（平成五年）二

三頁。

(95) 醍醐聡「第三者割当増資における新株発行価格と株主の富」経済学論集五九巻一号（平成五年）八七頁。

(96) どの程度まで市場価格よりも低く設定しても希釈化が生じないかを見極めることは難しかろうが、ある払込金額が、結果として希釈化を来すか否かの判断は比較的に容易であろう。

(97) 払込金額を市場価格未満とする場合には、原則として、株主総会特別決議によるべきである。本文中にも述べたように、希釈化が生ずるか否かの事前の判断は難しく、株主総会特別決議を経ずして、市場価格未満の払込金額とするには、取締役会は、結局のところ市場価格に近接した金額を選択すべきことになる。したがって、結果的に、希釈化による富の移転が生じた場合、必要な手続を採らなかったことにつき取締役は任務懈怠を推定されることになると解する。また、株主総会特別決議によらずに払込金額を市場価格未満としても、結果的に富の移転がなければ、損害賠償の問題は生じない。このことは、次節で述べる。

(98) 弥永・前掲一三一頁、洲崎・前掲四二頁、平出・前掲二四八頁。

(99) 前掲⑧決定以後の裁判例。

(100) 森本滋（発言）前掲《座談会・1》一五頁以下、森本・前掲第三者割当をめぐる諸問題二一五頁、権・前掲一一五頁、江頭・前掲結合企業法の立法と解釈二二五―二二六頁注三、江頭・前掲株式会社・有限会社法六二三頁注三。

(101) 近藤・前掲「§280ノ11」三〇九頁。

(102) 石井・前掲一七頁、森本・前掲新株の発行と株主の地位二六頁注一〇、森本・前掲「§280ノ2」六八頁、阪埜・前掲⑧判批一二四頁（商法二八〇条の二は既存株主保護の規定であり、商法二八〇条の一一は会社の利益保護の規定であり、前者は市場価格を、後者は企業の客観的価値を、それぞれ基準とするとの解釈を提示される）、田中誠二・前掲詳論下巻九五五頁。

(103) 森本滋（発言）前掲《座談会・1》一七―一八頁、稲葉威雄（発言）森本滋（発言）前掲■座談会■四九―五〇頁。

(104) 河合伸一（発言）前掲《座談会・1》一八―二一頁参照。

(105) 杉田・前掲四四二頁。

(106) 森本・前掲「§280ノ2」六八―六九頁。

(107) 長濱・前掲二一〇頁。

(108) なお、石井・前掲五九頁は、この場合、第一次的には取締役の任務懈怠責任があり、新株引受人の責任は第二次的なものであるので、商法二八〇条の一一（会社法二一二条一項一号）の適用要件を割当価額が著しく不公正であるときだけに限定したものとされる。

(109) ただし、会社法二一二条一項一号は、同条項により責任を負う引受人が会社に支払うべき金額について、公正な払込金額と不公正な払込金額との差額に相当する額としている。この額は新規株主（引受人）の利得とは一致しない。この点については、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」法律学研究二六号（平成七年）五九頁参照。