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

Title	〔商法六一二〕転換社債型新株予約権付社債公募発行の有利発行該当性、取締役の発行判断と善管注意義務 (東京高裁令和元年七月一七日判決)
Sub Title	
Author	杉田, 貴洋(Sugita, Takahiro) 商法研究会(Shohō kenkyūkai)
Publisher	慶應義塾大学法学研究会
Publication year	2020
Jtitle	法學研究 : 法律・ 政治・ 社会 (Journal of law, politics, and sociology). Vol.93, No.10 (2020. 10) ,p.55- 66
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=AN00224504-20201028-0055

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　六一二〕　転換社債型新株予約権付社債公募発行の有利発行該当性、取締役の発行判断と善管注意義務

東京高裁令和元年七月一七日判決平三〇㈜四四八六号（上告受理申立て）
損害賠償請求控訴事件
判例時報二四五四号六四頁、金融・商事判例一五七八号一八頁、資料版商事法務四二六号七〇頁

〔判示事項〕

一　新株予約権付社債を発行するに当たり、当該新株予約権付社債に付された募集新株予約権と引換えに金銭の払込みを要しないこととする場合において、当該新株予約権の実質的な対価（実質的対価）と当該新株予約権の公正な価値（公正価値）とを比較して前者が後者を大きく下回るときは、当該新株予約権付社債の発行は、当該新株予約権を引き受ける者に対する「特に有利な条件」（会社法二三八条三項一号）による発行（有利発行）に当たると解するのが相当である。新株予約権付社債を発行するに際し、客観的資料に基づく一応合理的な算定方法によって発行条件が決定されていたといえる場合には、その発行条件は、特段の事情のない限り、引受人に「特に有利な条件」には当たらないと解するのが相当である。

二　取締役において、既存株主の有する利益・期待を侵害しないように配慮すべきものであることは認められるが、他方で、取締役は、経営上の判断に関して裁量を有しており、資金調達の方法等に関する取締役の判断については、

それが有利発行や不公正発行など法令上の義務に違反するものでない限り、その判断の過程、内容に著しく不合理な点があるなど、その経営判断が取締役に与えられている裁量の範囲を超えていると認められる場合に初めて、取締役に善管注意義務違反があったというべきである。

〔参照条文〕

民法七〇九条、会社法四二九条一項

〔事　実〕

Z（補助参加人）は、昭和一八年五月設立、紙類、パルプ類およびその副産物の製造加工および売買等を目的とする株式会社で、発行する普通株式を東京証券取引所市場第一部に上場している。X（原告、控訴人）は、Z社の普通株式三一七〇万七八〇八株（議決権保有比率二一・九六％）を保有（後述の本件発行当時）する株主で、Z社と同業の株式会社である。

Z社取締役会は、平成二七年九月一日、転換社債型新株予約権付社債（以下、「本件新株予約権付社債」、本件新株予約権付社債のうち新株予約権のみを「本件新株予約権」、社債のみを「本件社債」）の発行（以下、「本件発行」）を決議（以下、「本件決議」）した。本件決議で、本件新株予約権付社債の発行条件のほとんどを決定したが、発行条件のうち、本件新株予約権付社債の払込金額（主幹事証券会社が発行会社に払い込む金額）、募集価格（投資家が主幹事証券会社に払い込む金額）および本件新株予約権の転換価額については、投資家の需要状況および市場動向等を勘案して決定することとした。

九月一日夜、主幹事引受会社は、ブックビルディングの実施として、欧州やアジアの機関投資家数百社に対して一斉に案件の情報（Z社に関する基本的な情報、本件新株予約権付社債の発行条件、仮条件としてのアップ率（転換価額が株価（九月一日終値一四二九円）を上回る割合を示す値）三～一三％、Z社の株価のボラティリティ、市場出来高など）を提供し、新株予約権付社債の取得の意向の有無および取得する場合の数量等につき照会し、回答を得た。海外機関投資家の需要状況を集計し、Z社に報告、Z社は、これを踏まえ、アップ率を〇・九八％、転換価額一四四三円と決定した。

九月二日未明、Z社は、具体的な発行条件決定を受け、A社より、本件新株予約権付社債にかかる評価報告書（以下「A社報告書」）を得た。A社報告書は、本件新株予約権の理論価値の総額は二五億〇三〇〇万円（本件新株予約権付社債の理論価値総額三〇四億七五〇〇万円―社債部分

価値総額二七九億七二〇〇万円）であり、本件新株予約権の実質的な対価の総額は二九億二八〇〇万円（募集価格総額三〇九億円―二七九億七二〇〇万円）であるから、本件新株予約権の実質的な対価の総額は理論価値総額を四億二五〇〇万円上回っているとした。

九月二日の市場取引開始前、このような検討を経て決定した発行条件を公表した。本件新株予約権付社債の発行条件（以下「本件発行条件」）は、以下のとおり。本件新株予約権付社債の額面総額三〇〇億円、無利息、平成三二年九月一七日（ロンドン時間）に額面金額の一〇〇％で償還（繰上償還条項付）、本件新株予約権付社債をシンガポール証券取引所に上場する、本件新株予約権付社債の払込金額は額面金額の一〇〇・五％、本件新株予約権と引換えに金銭の払込みは要しない、払込期日および発行日は平成二七年九月一七日（ロンドン時間）、幹事引受会社の総額個別買取引受けによる海外市場における募集、募集価格は額面金額の一〇三・〇％。本件新株予約権は、総数三〇〇〇個、割当日平成二七年九月一七日（ロンドン時間）、本件新株予約権の行使に際しては、当該本件新株予約権に係る本件社債を出資するものとし、当該本件社債の価額はその額面金額と同額とする、転換価額一四四三円（九月一日の株価（終値）に対するアップ率約〇・九八％）とするものであった。

Z社の株価（終値）は、平成二七年一月五日九八一円、同年七月三一日一四一三円、同年八月一八日一六七九円と上昇し、本件決議がされる前日の同月三一日一五一七円であった。本件発行当時のZ社の発行済株式総数は一億四九三四万八七八五株で、本件新株予約権が全て行使されると二〇七九万〇〇二〇株（右発行済株式総数の約一三・九％）の発行が想定される。

Xは、平成二七年九月四日付け書簡で、Z社に対し、本件発行の公表以降、Z社の株価が二四・四二％下落していることなどから、本件新株予約権付社債の撤回可能性を含めて検討・説明を求めるなどした。Z社は、同月九日付け文書で、撤回の意思がないこと等を回答した。同月一六日（同日時点では約二六・八％下落）、本件発行の撤回を議題とするZ社臨時取締役会が全取締役一四名が出席して開かれたが、提案した取締役を除く全取締役（一三名は被告、被控訴人、以下「Yら」）の反対により否決された。

Xは、本件発行が、所要の手続を経ない違法な有利条件発行、Xの保有議決権比率稀釈化の不当目的の不公正発行、および、本件発行の公表によりZ社の株価が下落するなど

の状況があったにもかかわらず、これを踏まえて本件発行を再検討し、延期もしくは撤回するなどの適切な措置を講じないまま、本件発行を強行したことは、Yらの任務懈怠行為であり、またXに対する不法行為であったとして、Xが本件発行に起因する株価の下落により被った八八億円余の損害等について会社法四二九条一項または民法七〇九条および七一九条に基づき、損害賠償を求めて提訴した。原審（東京地判平成三〇年九月二〇日・金融・商事判例一五五四号四〇頁）がXの請求をいずれも棄却したので、Xが控訴した。

〔判　旨〕

控訴棄却

一　有利発行該当性

⑴有利発行の判断基準「新株予約権付社債を発行するに当たり、当該新株予約権付社債に付された募集新株予約権と引換えに金銭の払込みを要しないこととする場合において、当該新株予約権の実質的な対価（実質的対価）と当該新株予約権の公正な価値（公正価値）とを比較して前者が後者を大きく下回るときは、当該新株予約権付社債の発行は、当該新株予約権を引き受ける者に対する「特に有利な条件」（法２３８条３項１号）による発行（有利発行）に当たると解するのが相当である。」

⑵判断枠組み「新株予約権付社債については、……公募による新株予約権付社債の発行に当たり、取締役会において、客観的資料に基づく一応合理的な算定方法によって発行条件を決定したにもかかわらず、裁判所が、事後的に、これと異なる算定方法を用いたり異なる数値を採用したりするなどして改めて発行条件を定め、これにより当該新株予約権付社債の発行が有利発行に該当するか否かを判断することは、公正価値の評価に多様な考え方や手法のある新株予約権付社債に馴染まないばかりか、取締役らの予測可能性を害することになり、相当ではないから、公募により新株予約権付社債を発行するに際し、客観的資料に基づく一応合理的な算定方法によって発行条件が決定されていたといえる場合には、その発行条件は、特段の事情のない限り、法２３８条３項１号にいう引受人に「特に有利な条件」には当たらないと解するのが相当である（平成２７年最高裁判決参照）。」

「もっとも、上場株式についての新株予約権付社債の場合は、……一定の裁量の余地はあるものの、理論上の一定の価値を算定することができることからすると、前記のよ

うな評価手法等についての見解の相違があることを考慮してもなお当該新株予約権の実質的対価と理論上算定される価値（その中で不合理とはいえない下限値というべきもの）との比較において、前者が後者を大きく下回るような事情がある場合には、「特段の事情」があるものとして、客観的資料に基づく一応合理的な算定方法によって発行条件が決定されていたとしても、有利発行に当たることになるというべきである。」

⑶一応合理的算定方法該当性「ブックビルディングは、これが実質的に機能すれば、最終的な発行条件を市場参加者が合理的と考える水準に収れんさせることが期待できること（弁論の全趣旨）……、本件ブックビルディングは、ユーロ市場におけるブックビルディングであって、発行決議当日の夜間（日本時間）に短期間で、海外の機関投資家を対象として行われたものであるが、ユーロ市場におけるブックビルディングは、専門性を有し、取引の経験や実績が豊富な海外の機関投資家を需要調査の対象とするため短期間で必要な需要調査を終えることができるものであるし、一般的な実務慣行として、日本証券業協会の定める規則等の定める内容と相違ない手続で実施されており、本件ブックビルディングも通常のユーロ市場におけるブックビルディングと同様のプロセスを経たものであるから……、その方法が特に不相当なものであるとはいえないことに照らすと、本件新株予約権付社債の発行条件については、本件ブックビルディングを経て決定されていることをもって、「客観的資料に基づき一応合理的な算定方法」によって発行条件が決定されたということができる。」

⑷特段の事情の有無

①マーケット・インパクトを考慮することの可否「本件発行が極めて大規模なものであったことを踏まえると、本件発行がZ社株式の市場価格に何らの影響を及ぼさないとは考え難いものである。そして、オプション評価理論は、オプションの保有者がそのオプションから将来得ることが期待される利益の現在価値として当該オプションの価格を評価するものであるところ、本件発行による上記の影響は、当該保有者がオプションを行使して得られる利益を減少させるから、オプションの価格を評価するに当たり本件発行による上記の影響を考慮しようとすること自体は理論的に誤りではなく、それを本件新株予約権の公正価値の評価に当たって考慮することは不合理とはいえない。」

「ブックビルディングの結果をもってそれが直ちに公正価値であるということはできないとしても、本件新株予約

権付社債の市場価格は、その価値を反映するものであるから、シンガポール市場における市場価格の推移は、その公正価値の算定が正しいかどうかの参考となり得るものであ」る。「A社報告書の算定方法を用いて算定した本件新株予約権付社債の理論価値は、平成28年8月以降も一定期間（平成29年1月頃まで）は市場価格とおおむね同様の推移をたどっており、本件発行後の本件新株予約権付社債の市場価格はA社報告書の算定方式による理論価値と整合的に推移していることがうかがえる」。

②新株予約権の実質的対価　「法238条3項1号にいう「当該者」とは、募集新株予約権をこれと引換えに金銭の払込みを要しないこととされて引き受ける者をいうから、本件発行を形式的にみれば、共同主幹事引受会社がこれに当たり、共同主幹事引受会社が発行会社に払い込む金額（払込金額）をもって、本件新株予約権の実質的対価とすべきとも考えられるものの、本件のように、共同主幹事引受会社が引受手数料等を受領しない代わりに募集価格と払込金額の差額を受領する方式を採用している場合（いわゆるスプレッド方式）においては、当該差額部分は、経済的には引受手数料と同等の意味を有するものと解されるところ、引受手数料は、新株予約権付社債を引き受けるとともに投資家に対して募集を掛けてこれを売り捌くための手数料として、発行価額とは無関係にZ社が共同主幹事引受会社に対して支払うべきものであると解されており、当該新株予約権の実質的対価を算定するに当たっては、当該価額から差し引くべきではないと解されている（いわゆる引受手数料方式が採用された場合には、引受手数料を控除することなく、新株予約権の実質的対価が算定されているのが一般的である。）。したがって、上記差額部分もまた発行価額から控除すべきではなく、新株予約権の実質的対価を算定するに当たっては、募集価格から上記差額分を控除した払込金額ではなく、募集価格を用いるべきである。」

二　本件発行を撤回等しなかった判断の是非

「会社の取締役において、既存株主の有する利益・期待を侵害しないように配慮すべきものであることは認められるものの、他方で、取締役は、経営上の判断に関して裁量を有しており、それは、資金調達の方法や時期についての判断にも及ぶものであるというべきであるから、資金調達の方法等に関する取締役の判断については、それが有利発行や不公正発行など法令上の義務に違反するものでない限り、その判断の過程、内容に著しく不合理な点があるなど、その経営判断が取締役に与えられている裁量の範囲を超え

ていると認められる場合に初めて、取締役に善管注意義務違反があったというべきである。」

「取締役において、短期的には市場株価が下落するとしても、エクイティ・ファイナンスで調達した資金を採算性のある事業に投資し、企業の業績ないし企業価値を向上させることを選択することは、その経営判断としてあり得るものであって、その判断が明らかに不合理であるなどということはできないから、Yらが、……Z社の株式の市場株価下落の事実を知っていたことのみをもって、Yらが……取締役会において本件発行を撤回する議案を否決し、本件発行を強行した行為が、善管注意義務に反するものであるということはできない。」

〔研　究〕

一　本件は、上場会社のした転換社債型新株予約権付社債発行について、㋑違法有利発行、㋺不公正発行であったとして、また、㋩当該社債発行の発表により株価下落などの状況があったにもかかわらず、発行を撤回するなど適切な措置を講ずることなく当該社債発行を強行したことが任務懈怠に当たるとして、会社法四二九条一項等に基づき、取締役の株主に対する損害賠償が請求された事件である。本判決は、㋑につき、有利発行該当性の判断枠組みについては、非上場会社の第三者割当て新株発行についての最判平成二七年二月一九日（民集六九巻一号五一頁、以下「平成二七年最判」）で採用された枠組みを援用して検討するとした（**判旨一**(2)、原判決も同様）。局面は異なる（弥永真生「原審判批」ジュリスト一五二八号（平成三〇年）三頁）ものの、同判決の枠組みを援用する一つの例として参考になろう（北村雅史「原審判批」法学教室四二九号（平成三一年）一三五頁）。そして、主に海外機関投資家に向けてなされたブックビルディングを経てされた本件の発行条件の決定は、「客観的資料に基づく一応合理的な算定方法」による決定といえるとしており、注目される（**判旨一**(3)）。㋺につき、新株予約権が行使されるとは限らないこと、公募発行であること、経営支配権をめぐる差し迫った争いは認められないことなどを挙げ、不公正発行該当性を否定した。㋩につき、結論としてはYらの責任を否定した（**判旨二**）ものの、かねて、この局面での取締役の注意義務には議論のあったところであり（松井秀征「新株有利発行規制に関する一考察」小塚荘一郎＝髙橋美加（編）『落合誠一先生還暦記念・商事法への提言』（平成一六年）三七三頁以下参照）、注目される。以下では、㋑㋩に関わる

判旨を中心に検討する。

二　本判決は、新株予約権付社債の有利発行該当性の判断枠組みとして、平成二七年最判の枠組みを援用する。援用する理由として取締役の予測可能性に配慮する必要を挙げるが、これが、取締役にとって緩やかな基準で判断して構わないことを意味するのだとすれば（北村・前掲一三五頁参照）、問題があるように思われる。違法有利発行について、損害賠償によって事後処理可能であるから、取引安全を優先して（最判昭和四〇年一〇月八日・民集一九巻七号一七四五頁）無効事由とするには及ばないとする判例（最判昭和四六年七月一六日・判例時報六四一号九七頁）の立場との整合性が問われる。それぞれ各事案についての判断とはいえ、有利発行の株主救済が過小となっていないか、慎重な判断が求められよう（杉田貴洋「アートネイチャー株主代表訴訟最高裁判決と有利発行・有利処分の解決のあり方（下）」本誌九〇巻六号（平成二九年）一一頁以下、柴崎暁「本件判批」ビジネス法務一九巻一二号四八頁参照）。しかも、本件のXは、差止仮処分の申立てこそしなかったようであるが、効力発生まで荏苒と日を過ごしたわけではない。また、利益相反が認められる場合の有利発行該当性審査は、慎重になされるべきである（松中学「原審判批」商事法務二一九二号（平成三一年）一二頁）、行岡睦彦「原審判批」私法判例リマークス五九号（令和元年）八〇頁、久保田安彦「公開会社の有利発行規制の再検討」久保大作ほか（編）『吉本健一先生古稀記念論文集：企業金融・資本市場の法規制』（商事法務、令和二年）一二一頁）。

もっとも、「本件新株予約権付社債の……市場価格の推移は、その公正価値の算定が正しいかどうかの参考となり得る」（**判旨一**(4)①）との説示は、注目されてよい（阿南剛「本件判批」企業会計七一巻一二号（令和元年）八九頁参照）。本件では、原資産である株式の市場価値は、本件発行の公表後、大きく下落する結果となっているようである。新株の有利発行における議論では、有利発行があったとすれば、稀釈化作用により株式価値が低下して既存株主が損失を蒙る一方、他方で、新規株主は払込金額以上の株式価値を享受することで利得する、すなわち有利発行であるなら富の移転がなければならない（杉田貴洋「募集株式の発行等における公正な払込金額」私法六九号（平成一九年）二三〇頁）。このことが新株予約権付社債発行の場合にも妥当すると考えられるならば（新株予約権の有利発行の場合にそのことが株式価値や新株予約権価値にどのよう

に発現するのかは必ずしも明らかでなく、新株発行の議論をどこまで参照できるかもよく分からない面がある）、有利発行があったとすれば、新株予約権付社債権者に利得が生ずるはずである。新株予約権行使は、通常、行使時点の株価よりも行使価額（転換価額）が有利な状況でなされるから、権利者はそこで利得する。そのことは、現在の新株予約権価値に織り込まれていくと考えられる。本件新株予約権付社債の募集価格が有利発行であったとすれば、その後、市場では、そうした新株予約権価値の増加を織り込んで、市場価格も募集価格を上回る水準になるであろう。ところで、本件新株予約権付社債の市場価値は、「本件発行から平成28年7月31日までの間、額面100円当たり約96・2円から約103・8円までの間で推移した」（判旨に引用していない箇所）とのことである。これらは、募集価格と比較して（社債部分の評価に変化がないことを前提とする必要がある）、新株予約権付社債権者が利得したとはいえない水準であるように思われる（引受証券会社の払込金額（額面金額の一〇〇・五％）よりは高いといえるかもしれないが、認定の数字だけからは判然としない）。こちらに利得が生じていないとすれば、原資産である株式に価値低下がみられたとしても、それは富の移転による下落ではないと考えられる（杉田貴洋「アートネイチャー株主代表訴訟最高裁判決と有利発行・有利処分の解決のあり方（上）」本誌九〇巻五号（平成二九年）八頁以下参照）。富の移転が観察されないのだとすれば、本件発行も、結果論としては、有利発行でなかったことになりそうである。

しかし、次のような数字をどのように考えるべきであろうか。本件発行の払込金額の総額は三〇一・五億円であるところ、九月四日には、九月一日の株価一四二九円から二四％余下落したということであるから（同日のXの書簡）、発行済株式全体で五一二億円余が吹き飛んだことになる（控訴審口頭弁論終結直近の令和元年五月一七日の株価は一三〇九円としているから、同じ計算をすると一七九億円余）。

三　本件発行の有利発行該当性の判断において、最も問題となるのが、公正価値の評価に当たり、マーケット・インパクトを考慮することが許されるかどうかであろう。本件新株予約権付社債の発行は大規模なものであり（本件新株予約権行使により想定される発行株式は本件発行当時のZ社発行済株式総数の一三％余）、株式の潜在的発行として、原資産である株式の価値に影響を与える可能性がある（**判旨一**(4)①）。マーケット・インパクトとして捉えることの

当否は措くとして、そもそも、有利発行規整は、既存株主と新規株主（新株予約権付社債引受人）との間の利益調整を問題とするものであって、株価下落一般の阻止がこの規整の趣旨ではない。両者に富の移転が起きないよう配慮することが有利発行規整の趣旨である。前述のとおり、富の移転を伴わない株価下落は、有利発行に伴うものではない。富の移転はないが株価下落をもたらす発行は、不公正発行の問題とはなりえても（松中・前掲一五頁参照）、有利発行規整の埒外である。本件の事実関係の中でいえば、公正価値の評価に当たり、マーケット・インパクトを考慮することは認められてよい（マーケット・インパクトとすることに議論の余地があるとしても、少なくとも株価下落が十分に見込まれる場合には、それを考慮して発行条件を決めてよい）。

もっとも、一般論としては、新株予約権付社債を利用した資金調達やその規模、調達した資金の使途などの情報を公表し、それらを株価が織り込んだ後で、具体的な発行条件が決められるべきであったといえよう。これらの情報を織り込む前に発行条件を決めようとすれば、それだけ不確実性が増すから、発行条件はそれだけ割り引いたものにせざるをえない。発行価額の公示に関する算式表示方式は、発行価額決定から払込期日までの株価変動の不確実性に伴う割引をできるだけ小さくするための工夫であった。新株予約権付社債は、本件もそうであるように、発行前は市場価格が存在しないから、上場株式の新規発行とは同列に論じられない（有利発行差止めの機会は確保しなければならない）が、短時間でブックビルディングが完了する（ユーロ市場）ことの利点が、従来この文脈でいわれていたのとは全く別の意味で「利用」されていることには注意すべきである。

四　Xは、新株予約権付社債を買取引受けの方法で発行する場合、その払込金額を会社に支払うのは、引受証券会社であって、当該払込金額を、新株予約権の実質的対価として、有利発行該当性を審査すべきと主張する（本件の払込金額は額面金額の一〇〇・五％、募集価格は同一〇三・〇％）。確かに、募集価格と払込金額の差額を引受手数料の代わりとする、いわゆるスプレッド方式では、募集価格は、募集に応じた投資家が引受証券会社から譲り受ける際の価格であって、第一社債権者から第二社債権者への売買価格にすぎない。有利発行は、会社に流入する金額が公正金額より低いために株式価値が稀釈化されることが問題なのであるから、会社に現実に払い込まれた金額を実質的対

価として考えるべきである（募集価格がいかに低額であっても、株式価値稀釈化は起きない）。しかし、引受手数料方式でも、手数料相当額は、引受証券会社に後日支払うか相殺されるかすることになって、結局、発行会社の手許に残るのは、手数料水準が同じであれば、スプレッド方式の場合と変わらない。スプレッド方式で払込金額と募集価格とが連動しない場合は格別（杉田貴洋「募集株式発行等における払込金額規整の意義とブックビルディングによる価格決定」久保大作ほか（編）『吉本健一先生古稀記念論文集：企業金融・資本市場の法規制』（商事法務、令和二年）一〇三頁）、本件の買取引受けはそのようなものではないようであり、募集価格を実質的対価と捉えることは、**判旨一**(4)②の説示のとおり、引受手数料方式の場合における判断と平仄が合うものといえる。

五　本判決は、本件発行を撤回する等しなかったことが善管注意義務違反に当たるかについて、「本件発行を強行した判断には、適切さを欠く面があった」（判旨に引用していない箇所）としてXの主張に理解を示したものの、結論としては、Yらの責任を否定した。Xは、平成二七年九月四日付け書簡で、同月二日の本件発行の公表以降、株価が二四・四二％下落したとし、その後も、本件発行の撤回等をZ社に申し入れたが、拒絶され、本件発行は実施された。有利発行に当たらない場合でも、発行により大幅な株価下落が認められる場合には、不公正発行に該当することも考えられる（前述**三**）。裁判例には、新株発行不公正を理由とする差止めの事案で、発行済株式総数が三五・三％増加する規模の新株発行で、株価下落が見込まれ、現に急激に株価が下落している状況であったものの、そのような「既存株主の受ける不利益は会社法が予定」（東京地決平成一八年七月二六日・資料版商事法務二七〇号二五七頁）する範囲内であるとして申立てを却下したものがある。新株や新株予約権発行が発表され、株価下落が起きる場合に、これをマーケット・インパクトや需給不均衡の問題であると捉えることの当否は措くとして、予定される事業・投資の収益性が、当該会社の既存事業の収益性よりも劣るものであれば、株価は下落することになろう。一般論になるが、問題を後者のように捉えることが許されるとすると、予定する事業が、当該会社の既存事業より収益性が低いとしても、他の平均的な上場会社より高い収益性の見込める事業であるということも考えられなくはない。あるいは、それほどの収益性はないが、当該会社の長期的な経営にとっては意味があるという判断もありうるかもしれない。このよ

うに考えると、株価が下がるというその事実だけで、不公正発行としたり、取締役の責任を認めたりすることは難しいと考えられる。一般論としては、**判旨二**に賛成してよいようにも思われる。しかし、**二**で触れたように、本件新株予約権付社債の発行総額を超える株式価値が失われたという事実は重大といえよう。どれほどの期間それが継続したかにもよろうが、右のような一般論では正当化しえない下落であったとみるべきように思われる。なお、本判決は、Xの請求を認めるべきでない理由の一つとして、本件発行を中止した場合、主幹事証券会社から損害賠償請求の可能性があったとする（判旨に引用していない箇所）。しかし、本件発行の実質的な引受手数料であるスプレッドの総額は七・五億円であり、多少の上乗せがあるとしても、本件発行で失われた株式価値と比較すれば取るに足らない金額である。

杉田　貴洋

付記　本件判批として潘阿憲・法学教室四七三号（令和二年）一二九頁がある。脱稿後、鬼頭俊泰・月刊税務事例五二巻一一号（令和二年）八一頁に接した。