Title	非上場会社の募集株式の発行等における公正な払込金額
Sub Title	Fair amount to be paid in for issue of united shares for subscription
Author	佐藤, 信祐(Sato, Shinsuke)
Publisher	慶應義塾大学大学院法学研究科内 『法学政治学論究』 刊行会
Publication year	2016
Jtitle	法學政治學論究：法律・政治・社会 (Hogaku seijigaku ronkyu : Journal of law and political studies). Vol.110, (2016. 9) ,p.245- 276
JaLC DOI	
Abstract	
Notes	
Genre	Departmental Bulletin Paper
URL	https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN10086101-20160915-0245

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.

非上場会社の募集株式の発行等における公正な払込金額

佐藤信祐

- 一 はじめに
- 二 支配株主にとっての株式価値と少数株主にとっての株式価値
- 三 従来 of 裁判例
- 四 損害の認定
 - (一) 直接損害説と間接損害説
 - (二) 従来 of 学説
 - (三) 私見
- 五 差止請求
- 六 「特に有利な金額」と「著しく不公正な払込金額」
- 七 公正な払込金額の算定
 - (一) 募集株式の消化可能性
 - (二) 支配権争いがある場合 of 第三者割当
 - (三) 資本提携又は M & A を目的とした第三者割当
 - (四) 非流動性ディスカウント
 - 八 少数株主を締め出すための第三者割当
 - 九 むすび

一 はじめに

非上場会社は、非公開会社⁽¹⁾である場合と公開会社（会社法二条五号）である場合が考えられる。そして、会社法上、非公開会社が、第三者割当により募集株式の発行又は自己株式の処分（以下、「募集株式の発行等」という。）をする場合には、原則として、株主総会の特別決議が必要となる（会社法一九九条一項、二項、三〇九条二項五号）。さらに、有利発行に該当する場合には、取締役は株主総会で有利発行を必要とする理由を説明しなければならぬ（同法一九九条三項）。そのため、非公開会社である非上場会社では、有利発行に該当するにもかかわらず、有利発行を必要とする理由の説明がなされない場合が考えられる。なお、有利発行とは、公正な払込金額に比して引受人にとって有利性が明らか⁽²⁾な場合をいう。

これに対し、公開会社では取締役会決議により第三者割当を行うことができるが、有利発行に該当する場合に限り、株主総会の特別決議によらなければならない（会社法二〇一条一項）。そして、非公開会社と同様に、取締役は株主総会で有利発行を必要とする理由を説明しなければならない。そのため、公開会社である非上場会社では、有利発行に該当するにもかかわらず、取締役会決議のみで募集株式の発行等が行われる場合が考えられる。

このように、有利発行に該当するにもかかわらず、これらの手続きが行われない場合があるため、会社法上、第三者割当が行われる前の株主に対する救済手段として、募集株式の発行等をやめることを請求できる制度（以下、「差止請求」という。）が用意されている（会社法二〇〇条）。そして、第三者割当が行われた後の株主に対する救済手段として、募集株式の発行等の無効の訴えが用意されている。ただし、当該訴訟の提起が、募集株式の発行等の効力が生じた日から六か月以内（非公開会社にあつては、一年以内）に限られているだけでなく（同法八二八条一項二号、三号）、有

利発行であることを理由とする募集株式の発行等の無効の訴えが認められない可能性³⁾がある。そのため、取締役の損害賠償責任（同法四二三条一項、四二九条一項）、通謀引受人の責任（同法二二二条一項一号）がそれぞれ争われた事案も存在する。

そして、上場株式会社には市場価格があるものの、非上場株式会社には市場価格がないことから、公正な払込金額をどのように算定するのかという点が問題となるが、この点については、未だ体系的に整理されているとは言い難い。

そのため、本稿では、非上場会社の募集株式の発行等において、有利発行の判断基準である公正な払込金額について検討を行うものとする。なお、本稿では、募集株式の発行等を行った会社を「発行会社」と表記することとする。

二 支配株主にとっての株式価値と少数株主にとっての株式価値

非上場会社の募集株式の発行等における公正な払込金額を検討する場合には、上場株式と異なり、市場価格が存在しないことから、株式価値を合理的に算定する必要がある。これに対し、日本公認会計士協会が公表した『企業価値評価ガイドライン（改訂版）』では、非上場株式の評価方法を、①インカム・アプローチ、②マーケット・アプローチ、③ネットアセット・アプローチの三つに分類しており、必ずしも統一された手法は存在しない。

そして、非上場株式の評価を行う場合には、支配株主にとっての株式価値と少数株主にとっての株式価値のいずれを採用すべきかという問題がある。例えば、配当還元法は、配当期待権のみを有する少数株主にとっての株式価値を算定するための手法であると言われている⁵⁾。これに対し、支配株主は、会社の経営を支配することにより、利益を最大限にすることができるため、少数株主よりも高い価値を有していると考えられる⁶⁾。このように、支配株主にとっての株式価値と少数株主にとっての株式価値の違いは、会社に対する支配の有無であるということが言える。そのため、

本稿では、議決権の過半数を有する場合その他財務及び事業の方針の決定を支配している場合（会社法二条三号、会社法施行規則三条一項、連結財務諸表に関する会計基準七項）のように、会社全体のフリー・キャッシュ・フローを支配することができるとする。次に、連結財務諸表上、持分法適用会社になる場合（持分法に関する会計基準五項）のように、一定の議決権を有することにより、財務及び事業の方針の決定に対して重要な影響を与えることができる株主を準支配株主とする。そして、会社の経営に何ら影響を与えず配当期待権しか有さない株主を少数株主とする。

さらに、募集株式の発行等における公正な払込金額の算定において、支配株主にとつての株式価値と少数株主にとつての株式価値のいずれを採用すべきかを、第三者割当後に引受人が支配株主になるか否かにより決定するのかが、第三者割当前に既存株主が支配株主であったか否かにより決定するのかがという問題がある。この点については、後述四(一)のように、有利発行が行われた場合に、損害が生じるのは発行会社であると考えられるのか、既存株主であると考えられるのかにより決定すべき問題であると考えられる。

本稿では、非上場会社の募集株式の発行等における公正な払込金額について検討を行うこととする。

三 従来の裁判例

非上場株式の公正な払込金額をどのように算定するのかは、未だ体系的に整理されているとは言い難い。これに対し、公正な払込金額についての先行研究は、上場会社を想定したものが多く、かつ、市場価格が存在することから、論点が単純になりやすいため、非上場会社の公正な払込金額を検討する際に参考になると考えられる。そのため、本稿では、非上場会社の裁判例のみならず、上場会社の裁判例についても触れることとする。

まず、上場株式に対しては、株式を消化し資金調達を達成することの見地からは、多少は引き下げることが可能であるという判例⁽¹⁰⁾があり、非上場株式に対しても同様に考えることができるかどうかの検討が必要になる。

そして、上場株式に対しては、第三者割当の決定直前に市場価格が高騰した場合に、これを公正な払込金額の算定で排除すべきかどうかという論点⁽¹¹⁾があり、後述七(二)のように、この点について争われた裁判例もある。非上場株式には市場価格が存在しないものの、代表取締役への就任による役員報酬や私的便益の期待により、実際の株式価値よりも高い価格で株式の買集めが行われる場合が考えられる。また、引受人と発行会社との間にシナジーがある場合には、第三者割当の結果として一株当たりの株式価値が増加することも考えられる。そのため、これらの議論をどのように取り扱うかの検討が必要である。

さらに、前述二のように、非上場株式の評価を行う場合には、支配株主にとっての株式価値と少数株主にとっての株式価値のいづれにより評価すべきかが問題となる。類似の問題として、譲渡制限株式の譲渡に対する売買価格の決定の申立て（会社法一四四条二項）⁽¹²⁾があり、最近の傾向として、経営権の移動に準じて取り扱うことができるかにより評価方法が分かれている。具体的には、経営権の移動に準じて取り扱うことができる場合には、支配株主にとっての株式価値により評価が行われている⁽¹³⁾。これに対し、経営権の移動に準じて取り扱うことができない場合において、買主と売主の双方が少数株主であるときは、少数株主にとっての株式価値により評価が行われ⁽¹⁴⁾、買主が支配株主であり、売主が少数株主であるときは、支配株主にとっての株式価値と少数株主にとっての株式価値の折衷により評価が行われている⁽¹⁵⁾。

そして、非上場会社の有利発行に対する裁判例では、引受人が経営参加を意図しているか否かにより評価方法が分かれている⁽¹⁶⁾。具体的には、引受人が経営参加を意図している場合には支配株主にとっての株式価値により評価が行われ、一般投資家の立場である場合には少数株主にとっての株式価値により評価が行われている⁽¹⁷⁾。後述四(一)のように、

有利発行に該当するか否かを、既存株主に損害が生じているか否かにより判断する立場からは、既存株主が支配株主であった場合には支配株主にとつての株式価値により評価し、既存株主が少数株主であった場合には少数株主にとつての株式価値により評価すべきであると考えられる。

四 損害の認定

(一) 直接損害説と間接損害説

従来の学説では、取締役の損害賠償責任を追及する場合において、有利発行により損害が生じるのは、発行会社とする考え方⁽²⁰⁾(以下、「間接損害説」という。)と既存株主とする考え方⁽²¹⁾(以下、「直接損害説」という。)がある。その場合に適用すべき条文は、直接損害説によれば、発行会社に損害が生じていないことから会社法四二九条のみとなり、同法四二三条を適用することはできない。これに対し、間接損害説を採用した場合には、同法四二三条を適用することが原則であるが、間接的とはいえ、既存株主にも損害が生じていることから、同法四二九条を適用することは妨げられない⁽²²⁾。そして、直接損害説によれば、通謀引受人の責任は、既存株主と引受人との不公平を是正し、既存株主の損失填補を図るために課される特別の責任であると整理される⁽²³⁾。

また、前述三のように、公正な払込金額についての裁判例では、第三者割当後に、引受人が支配株主になるのか、少数株主のままであるのかで評価方法を変えている。間接損害説では、公正な払込金額により同じ株式数の募集株式の発行等をした場合に調達できていた金額との差額が発行会社の損害となり、その結果として、既存株主の間接損害が生じることになる。

具体的には、支配株主に対して募集株式の発行等をする場合には、支配株主からすると、支配株主にとっての株式価値で引き受けることに経済合理性があることから、発行会社は支配株主にとっての株式価値で資金調達を行うことができる。そのため、少数株主にとっての株式価値を払込金額とした場合には、支配株主にとっての株式価値との差額が損害として発行会社に生じることになる。そして、少数株主に対して募集株式の発行等をする場合には、少数株主からすると、支配株主にとっての株式価値で引き受けることに経済合理性がなく、少数株主にとっての株式価値でない引き受けることができない。そのため、少数株主と発行会社との間の交渉では、少数株主にとっての株式価値を払込金額とすることが落とし所となる。その結果、少数株主にとっての株式価値を払込金額とした場合であっても、発行会社からすると、当該少数株主から可能な限りの資金を調達したと言える。そのため、前述三のように、裁判例の傾向²⁴⁾では、少数株主に対して募集株式の発行等をする場合において、少数株主にとっての株式価値を払込金額としたとしても、発行会社に損害が生じたとは考えていない。

これに対し、直接損害説では、公正な払込金額に満たない価額で第三者割当が行われたことにより、既存株主が保有する株式価値が下落したことを既存株主の損害と考える。そのため、第三者割当前に、既存株主が支配株主であったのか、少数株主であったのかにより評価方法を変えるべきであると考えられる。

まず、既存株主が支配株主である場合について検討を行う。その際に、DCF法により支配株主にとっての株式価値を算定することを前提とする。なぜなら、DCF法は、支配株主にとっての株式価値を算定するための評価方法として最も理論的な評価方法であると言われているからである。²⁵⁾そして、DCF法は会社全体のフリー・キャッシュ・フロー及び非事業用資産の処分権を有する者にとつての価値を前提とするものであることから、支配株主にとつての株式価値であると考えられ、少数株主にとつての株式価値を評価するためには、マイノリティ・ディスカウントを考慮する必要がある。²⁶⁾そのため、DCF法による時価総額が一〇〇〇円であり、発行済株式総数が一〇〇株である場合

には、一株当たり一〇円が支配株主にとっての株式価値である。このような場合に、二〇%のマイノリティ・ディスカウントを行い、少数株主に対して一株当たり八円で三〇株の募集株式の発行等を行った場合には、時価総額が二四〇円となり、一株当たりの支配株主にとっての株式価値が約九・五円に下落することから、既存の支配株主に損害が生じたと考えることができる。さらに、少数株主にとっての株式価値を配当期待権しか有しないことを理由として配当還元法により評価を行った場合には、内部留保が考慮されていないことから、DCF法により評価を行った支配株主にとっての株式価値よりも安く評価されてしまうため、第三者割当後には、DCF法により評価を行った支配株主にとっての株式価値は引き下げられることになる。以上のように、直接損害説を採用した場合において、既存株主に支配株主が存在するときは、支配株主にとっての株式価値を公正な払込金額とすべきであると考えられる。

これに対し、既存の支配株主に対して少数株主にとっての株式価値で募集株式の発行等を行ったとしても、既存の少数株主が有する少数株主にとっての株式価値と同じ払込金額であるため、既存の少数株主において損害が生じていないと考えるべきである。そのため、引受人以外の既存株主の全てが少数株主である場合には、少数株主にとっての株式価値を公正な払込金額とすべきであると考えられる。

このように、直接損害説と間接損害説のいずれを採用するのかにより、支配株主にとっての株式価値と少数株主にとっての株式価値のいずれで評価を行うのかの基本的な考え方が変わってくるということが言える。

(二) 従来の学説

かつては、間接損害説を採用する見解が支配的であり、明示的に直接損害説が主張され始めたのは最近のことである。^② 間接損害説に対し、直接損害説では発行会社に損害が生じていないと考えている点に違いがある。さらに、直接損害説によれば、既存株主が保有している株式には損害が生じているものの、引受人が新たに引き受けた株式には損

害が生じていないことから、全ての株式に間接損害が生じていることを前提とする通常の株主代表訴訟による解決はなじまないとしている。⁽²⁸⁾

直接損害説を主張する論者が、発行会社に損害が生じていないと考える理由は、募集株式の発行等が資金調達のために行われるものであるのに対し、発行会社が想定していた必要資金は実際に払い込みが行われた金額であることから、有利発行が行われたとしても、必要資金は調達できているためであると説明される。⁽²⁹⁾この点につき、支配権争い局面では資金調達目的が乏しいことから、そのような説明は成り立たないのではないかという批判があった。⁽³⁰⁾しかし、支配権争い局面における有利発行のうち、資金調達目的が乏しい場合には、そもそも募集株式の発行等をすべきではなかったことから、公正な払込金額で同数の株式を発行すべきだったと言い難い。⁽³¹⁾すなわち、募集株式の発行等をしなかった場合との比較により損害が生じたか否かを認定すべきである。その結果、支配権争い局面における有利発行では、募集株式の発行等をしなかった場合に比べて、会社財産が増加していることから、発行会社に損害が生じていると考えることはできない。⁽³²⁾これに対し、有利発行により既存株主が保有する株式に損害が生じていることから、発行会社ではなく、既存株主に損害が生じたと考えらるべきである。

これらの学説に対し、最近では、発行会社に損害が生じたとも、既存株主に損害が生じたとも断定できない場合があるといった主張もなされている。⁽³³⁾具体的には、取締役のなすべき行為につき、①実際に発行した株式と同数の株式を公正な払込金額で発行することと、②実際に調達した資金と同額の資金を公正な払込金額で調達することに分けたうえで、前者を発行会社の損害、後者を既存株主の損害とする主張である。⁽³⁴⁾しかし、募集株式の発行等が資金調達のために行われることから、実際に発行した株式と同数の株式を公正な払込金額で発行することが取締役のなすべき行為であるとは考えにくい。⁽³⁵⁾さらに、現行会社法においては、クラス・アクションの制度が認められていないことから、少数株主が訴訟費用を支出してまで直接請求を行う動機が乏しく、発行会社に損害が生じたとする構成には、少数株

主の救済を図ろうとする政策上の考慮が強く働いているように思われる。⁽³⁶⁾ しかし、立法論ではなく、解釈論であることから、このような政策上の考慮により間接損害説を採用すべきと解すべきではない。⁽³⁷⁾ 発行会社に損害が生じていないのであれば、発行会社に損害が生じているという前提で解決を図ろうとする発想自体が否定されるべきだからである。⁽³⁸⁾ そのため、有利発行を行ったとしても必要な資金は調達できていることから、発行会社に損害が生じていると考えるべきではなく、直接損害説を採用すべきであると考えられる。

さらに、非上場株式の評価を行う場合には、支配株主にとっての株式価値と少数株主にとっての株式価値のいずれで評価を行うのかという問題がある。そして、前述四(一)のように、直接損害説と間接損害説のいずれを採用するのかにより、支配株主にとっての株式価値と少数株主にとっての株式価値のいずれで評価を行うのかの基本的な考え方が変わる。従来は、この観点からの検討がなされていないため、本稿では、非上場株式の評価という観点から、直接損害説と間接損害説について検討を行うこととする。

(三) 私見

有利発行に対する諸規制は、公正な払込金額よりも安い金額で募集株式の発行等を行う必要がある場合に、有利発行により既存株主に生じる損害を保護するために設けられた制度である。⁽³⁹⁾ そのため、非上場株式の評価においても、有利発行に該当するか否かを、既存株主に損害が生じるか否かにより判断すべきであると考えられる。⁽⁴⁰⁾

すなわち、第三者割当後に、引受人が少数株主のままである場合において、少数株主にとっての株式価値を払込金額としたときは、既存の支配株主が保有する株式価値が下落するため、既存の支配株主に損害が生じる。このような場合において、従来の裁判例のように、少数株主にとっての株式価値を公正な払込金額としてしまうと、既存の支配株主に損害が生じているにもかかわらず、有利発行に該当しないという結果になる。そのため、既存株主に支配株主

が存在する場合には、支配株主にとっての株式価値を公正な払込金額とすべきであると考えられる。⁽⁴¹⁾ただし、既存株主に、支配株主だけでなく、少数株主も存在している場合には、当該少数株主が保有する株式価値に損害が生じていないため、第三者に対する取締役の責任（会社法四二九条一項）を追及できる既存株主は支配株主のみということになる。

一方、少数株主からすると、支配株主にとっての株式価値で募集株式等を引き受けるインセンティブは存在しない。しかし、従業員のモチベーションを増加させるための有利発行は現行会社法でも想定されていると考えられる。⁽⁴²⁾この場合にも、少数株主にとっての株式価値により募集株式の発行等を行うのであれば、有利発行の手続きに従えば可能である。そのため、支配株主にとっての株式価値を公正な払込金額としても不都合はないと考えられる。

そして、引受人が既存の支配株主である場合には、少数株主にとっての株式価値で第三者割当が行われたとしても、原則として、既存の少数株主に損害は生じない。⁽⁴³⁾このような場合に、引受人が支配株主であることを理由として、支配株主にとっての株式価値を公正な払込金額としてしまうと、既存の少数株主に損害が生じていかかわらず、損害の生じていない当該少数株主が、会社に対する取締役の責任（会社法四二三条一項）を追及できてしまう。しかしながら、有利発行の諸規制は、既存株主に生じる損害を保護するために設けられた制度である。そのため、既存株主に損害が生じないのであれば、少数株主にとっての株式価値を公正な払込金額とすべきであると考えられる。ただし、既存株主に準支配株主が存在している場合には、財務及び事業の方針の決定に対して重要な影響を与えることができることから、当該準支配株主にとっての株式価値は、配当期待権しか有さない少数株主にとっての株式価値とは異なるはずである。そのため、少数株主にとっての株式価値を公正な払込金額とすべきではないと考えられる。

このように、既存株主が支配株主なのか、少数株主なのかにより評価方法を変えるべきであることから、非上場株式の評価という観点からも、直接損害説を採用すべきであると考えられる。⁽⁴⁴⁾

さらに、株主割当により募集株式の発行等を行う場合には、公正な払込金額に比して有利性が明らかな場合であっても、有利発行の手續きに従う必要はない（会社法二〇二条五項）。これは、既存株主に損害が生じるおそれがないからである⁽⁴⁵⁾。これを前提に、支配株主にとっての株式価値を一株当たり一〇円とし、少数株主にとっての株式価値を一株当たり八円とした場合に、一株当たり九円で株主割当を行う事案を想定する。このような場合には、少数株主からすると募集株式等を引き受ける経済合理性がないものの、支配株主からすると募集株式等を引き受ける経済合理性があるため、支配株主のみが募集株式等を引き受ける可能性が高い。これに対し、一株当たり九円で支配株主に対して第三者割当を行った場合は、少数株主にとっての株式価値を超える金額が払込金額となっていることから、少数株主からすると支配株主が募集株式等を引き受けても何ら損害が生じないため、直接損害説の立場からすれば有利発行に該当しない。しかし、支配株主にとっての株式価値に満たない金額が払込金額となっていることから、間接損害説の立場からは発行会社に損害が生じているため、有利発行に該当する。このように、支配株主にとっての株式価値に満たない金額で株主割当を行った場合と、同金額で支配株主に対して第三者割当を行った場合の比較からも、直接損害説を採用したうえで、有利発行に該当するか否かを既存株主に損害が生じているか否かにより判断すべきであると考えられる。

そのため、本稿では、直接損害説に基づいて検討を行うこととする⁽⁴⁶⁾。

五 差止請求

会社法二一〇条に定める差止請求を行うためには、「株主が不利益を受けるおそれ」が要件とされている。そのため、既存株主が個別具体的に損害を受ける場合のみが該当し、発行会社に損害が生じることで間接的に株主が被る不

利益は含まれないとの見解が有力であり、直接損害説に近い考え方が採用されているといえることができる。⁽⁴⁷⁾

非上場会社において、少数株主にとっての株式価値で募集株式の発行等を行ったとしても、既存の少数株主では損害が生じないため、これらの少数株主に対して差止請求を認めるべきではない。これに対し、既存の支配株主が保有する株式価値が下落することから、引受人が少数株主であったとしても、当該支配株主において損害が生じる。そのため、差止請求の場面でも、直接損害説に基づいて「株主が不利益を受けるおそれ」があるか否かを検討すべきであると考えられる。

六 「特に有利な金額」と「著しく不公正な払込金額」

一般的に、会社法一九九条三項に定める「特に有利な金額」と同法二一二条一項一号に定める「著しく不公正な払込金額」は、いずれも公正な払込金額を下回るという意味で変わらないと言われている。⁽⁴⁸⁾ これに対し、前者は既存株主の利益保護のために株主総会を要求する基準であり、後者は既存株主から新株主に移転した株主価値を返還させるべきかどうかという基準であることから、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のであれば「著しく不公正な払込金額」に該当しないとする余地はありと説明されることがある。⁽⁴⁹⁾ 具体的には、資本提携による株式価値の増加がある場合において、当該株式価値の増加が有利発行による株式価値の減少よりも大きいときは、既存株主の利益は害されていないという主張である。⁽⁵⁰⁾

しかしながら、シナジーによる株式価値の増加は、資本提携を行わなくても、単なる業務提携でもそれなりに生じるはずである。そのため、資本提携によるシナジーで埋め合わせることを前提に、時価よりも安い金額で第三者割当を行った場合には、単なる業務提携よりも既存株主にとって不利になる可能性があるため、有利発行に該当すると考

えられる⁽⁵¹⁾。さらに、このような場合には、実質的にも既存株主の利益を害していると考えられることから、「著しく不公正な払込金額」にも該当すると考えられる⁽⁵²⁾。

そのため、「特に有利な金額」も「著しく不公正な払込金額」も同一の解釈を採用すべきであると考えられる。

七 公正な払込金額の算定

(一) 募集株式の消化可能性

前述三のように、上場会社の裁判例には、募集株式の発行等を行う場合には、株式を消化し資金調達を目的を達成するために、公正な払込金額を多少は引き下げることができるといえるものがある。そして、非上場会社の裁判例でも、募集株式の消化可能性を考慮したうえで、公正な払込金額を引き下げたものがある⁽⁵³⁾。学説でも、公正な払込金額を、募集株式の発行等が成功する限度において、旧株主にとって最も有利な価額とする見解がある⁽⁵⁴⁾。そして、租税法上も、一〇％程度の引下げに対しては、受贈益として課税しない旨の通達がある（法人税基本通達二一三―七、所得税基本通達二二一―三五共一七）。

このような一〇％という水準には理論的な根拠はないとしながらも、「種々の理論や市場心理に裏付けられた業界の実務における経験、実績を織り込んでいるものと想像できることから、一応の目安となる最高限のディスカウント率として、実務上、裁判所の判断の参考になるものといえよう。」という指摘もある⁽⁵⁵⁾。これに対し、上場会社の事例であるが、平成一三年から平成一七年までに行われた第三者割当増資の発行価額について、発表日直前五営業日の終値平均に比べて、平均値四・九％、中央値七・三％程度のディスカウントが行われており、かつ、有利発行の手続き

が行われていなかったという実証研究が存在する⁽⁵⁶⁾。さらに、公募では、ブックビルディング方式の採用により、大幅に割引率が引き下げられているという解説もある⁽⁵⁷⁾。そのため、一〇%という水準は最大値に過ぎず、上場株式であったとしても、一〇%の引下げを画一的に認めるべきではなく、それぞれの事案に応じて、ディスカウント率を変えるべきであると考えられる⁽⁵⁸⁾。

また、非上場会社では、既存の支配株主が存在する場合において、少数株主に第三者割当を行うときに、募集株式の消化可能性を考慮しようとすると、少数株主にとっての株式価値まで引き下げざるを得ない。第三者割当前に既存株主が支配株主であったか否かにより公正な払込金額を決定すべきであるとする本稿の立場によれば、このような募集株式の消化可能性を理由とした公正な払込金額の引下げを認めるべきではないと考えられる。

このような立場を採用したとしても、上場株式については、市場価格が日々変動していることから、最終的な払込みの期間までに市場価格が下落することも考えられるため、多少のアローワンスを認めるべき場合は考えられる⁽⁵⁹⁾。しかし、非上場株式には、そのような事情が認められないため、アローワンスを認める必要性は乏しい。

そのため、非上場会社の第三者割当において、募集株式の消化可能性を理由とした引下げを認めるべきではないと考えられる。

(二) 支配権争いがある場合の第三者割当

前述三のように、上場株式に対しては、第三者割当の決定の前に市場価格が高騰した場合に、これを公正な払込金額の算定で排除すべきかどうかという論点がある。投機的な思惑による場合と企業価値を反映している場合とがそれぞれ考えられるからである。

かつての上場会社の裁判例では、資本提携の噂や株式の買集めを原因とする市場価格の高騰は、企業の客観的価値

を反映したものではないことから、公正な払込金額の算定から除外することができる⁽⁶⁰⁾。しかし、近時は、企業価値を反映している場合には、高騰した市場価格を基礎として公正な払込金額を算定すべきであるとしたものがある⁽⁶¹⁾。

非上場会社には、そもそも市場価格が存在しないことから、市場価格が高騰するということはあり得ない。しかし、非上場会社においても、買集めの際の取引価格が企業価値を反映したものであるかという問題がある。言い換えると、当該取引価格を用いた取引事例法を採用すべきかどうかという議論である。なぜなら、支配権争いが行われている際の第三者割当では、発行会社から株価算定を行う外部専門家に対して、払込金額をなるべく低く抑えたいという意向が伝えられる可能性が否定できないことから、買集めの際の取引価格の方が企業価値を反映している場合が考えられるからである。

これに対し、支配権争いが行われている場合には、代表取締役への就任による役員報酬に対する期待や社用車などの私的便益に対する期待により、企業価値を反映した取引価格にならないこともあり得る。例えば、発行済株式総数の過半数を取得し、代表取締役に就任することを目的とした買集めが行われたとする。その場合に、時価総額が一〇〇〇円、発行済株式総数が一〇〇株であったとする。理論的には、発行済株式総数の五一%を取得するためには五一〇円の支払いで済むはずであるが、役員報酬や私的便益に対する期待から、七〇〇円で買い集める場合もあるかもしれない。そして、このような買集めが行われているときに、発行会社が第三者割当により資金調達を行うこともあり得る。

支配権争いが行われている場合には、このような役員報酬や私的便益は、支配権プレミアムのひとつとしての実態があるかもしれない⁽⁶²⁾。しかし、有利発行に該当するかどうかを判断する場合には、役員報酬を発行会社に対する役務の対価として必要な経費⁽⁶³⁾、私的便益を発行会社の事業活動において必要な経費としたうえで、支配権プレミアムの算

定からは除外すべきであると考えられる。なぜなら、役員報酬や私的便益という形で少数株主に対する経済的利益の侵害を行うことが事実として可能であったとしても、株主としての地位に基づいて享受することができない利益であるため、裁判目的の株式評価では許容すべきではないからである。そのため、役員報酬や私的便益への期待を排除した金額を公正な払込金額とすべきであると考えられる。

このように、非上場株式の買集めは、理論的な株式価値とは異なる価格で行われることも想定されるため、取引事例法を安易に採用することはできない。その一方で、このような買集めが企業価値を反映した価格で行われる可能性も否定できない。そして、自社の株式が買集められているにもかかわらず、異なる価格で第三者割当を行うのであれば、より合理的な評価を行ったことを取締役会が立証すべきであると考えられる。そのため、公正な払込金額の算定では、買集めの際の取引価格に合理性があるのか否か、発行会社が算定した株式価値と買集めの際の取引価格のいずれが合理性が高いと言えるのかという点を議論すべきであると考えられる。

(三) 資本提携又はM&Aを目的とした第三者割当

1 従来の学説

上場会社が資本提携又はM&Aを目的とした募集株式の発行等を行う場合には、払込金額を算定する前に情報が市場に流れることにより市場価格が高騰してしまう場合が考えられる。そして、前述七(二)のように、高騰した後の市場価格を基礎として公正な払込金額を算定すべきであるとする見解と、第三者割当が行われた後の持株比率に比例して配分するために高騰する前の市場価格を基礎として公正な払込金額を判断すべきとする見解がある。

まず、高騰した後の市場価格を基礎として公正な払込金額を判断すべきとする見解では、市場価格の高騰が引受人とのシナジーによるものであったとしても、まずは既存株主に帰属しているものであり、これを既存株主から切り離

すには、有利発行の手續きに従う必要があることが主張されている。⁽⁶⁴⁾

これに対し、高騰する前の市場価格を基礎として公正な払込金額を判断すべきとする見解は、①高騰する前の市場価格を基礎として払込金額を算定すると、シナジーに伴う株式価値の増加が第三者割当後の持分割合に応じて分配されるのに対し、高騰した後の株式価値を基礎として払込金額を算定してしまうと、既存株主に対してより多く分配されてしまうこと、②既存株主は、第三者割当により一定の割合でシナジーの恩恵を受けていることから、既存株主に損害が生じたとは言い難いことを、それぞれ根拠としている。⁽⁶⁵⁾

非上場会社には市場価格が存在しないものの、資本提携又はM&Aにより、フリー・キャッシュ・フローが増加し、その結果として、株式価値が上昇することもあり得る。そのため、DCF法により株式価値を算定する場合において、増加する前のフリー・キャッシュ・フローに基づいて株式価値を算定するのか、増加した後のフリー・キャッシュ・フローに基づいて株式価値を算定するのかという点は問題となる。なお、ネットアセット・アプローチではフリー・キャッシュ・フローを考慮することはできないが、マーケット・アプローチにより株式価値を算定する場合には、予想マルチプルに基づいて算定すれば、フリー・キャッシュ・フローを考慮することができるため、DCF法以外の評価方法でも、シナジーを加味した株式価値の算定は可能である。

そのため、非上場会社の公正な払込金額の算定においても、前述の上場会社の議論を参考にすべきであると考えられる。

2 私見

まず、シナジーの公平な分配という点について検討する。具体的には、時価総額が一〇〇〇円、発行済株式総数が一〇〇株であり、第三者割当により五〇株を発行し、五〇〇円の払込みを受けるとする。その結果、シナジーが三〇〇発生し、時価総額が一八〇〇に増加したと仮定する。その場合、既存株主が保有する株式価値は一二〇〇となり、

引受人が保有する株式価値は六〇〇となる。このように、第三者割当により発生したシナジーは、持分割合に応じて既存株主と新株主との間で公平に分配されているように思える。

しかし、引受人である会社と発行会社との業務提携が前提となるため、第三者割当によるシナジーは、発行会社のみに生じるのではなく、引受人にも生じることがあり得る。⁶⁷すなわち、右事例では、引受人の時価総額が二〇〇増加することが考えられ、発行会社で生じたシナジーのうち引受人が享受する金額と合計すると三〇〇のシナジーを享受することになる。すなわち、シナジーが生じる前の株式価値により払込金額を算定した場合には、引受人は、引受人で生じるシナジーと発行会社で生じるシナジーの両方を得ることになり、発行会社の既存株主よりも多くのシナジーを享受することができる。

これに対し、第三者割当を行わない単なる業務提携を行った場合には、業務提携の相手先は当該相手先で生じるシナジーを享受し、発行会社の既存株主は発行会社で生じるシナジーを享受することになる。そのため、資本提携又はM&Aを行った場合においても同様に、発行会社の既存株主が発行会社で生じるシナジーの全てを享受することを原則とすべきであると考えられる。なぜなら、発行会社で生じるシナジーの一部を引受人に享受させた場合には、単なる業務提携よりも既存株主にとって不利になる可能性があるからである。そのため、そのような払込金額で募集株式の発行等を行う場合には、有利発行の手続きに従う必要があると考えられる。したがって、増加した後のフリー・キャッシュ・フローに基づいて公正な払込金額を算定すべきであると考えられる。

その結果、増加する前のフリー・キャッシュ・フローに基づいて払込金額を算定した場合には、既存株主からすれば、第三者割当により一定の割合でシナジーの恩恵を受けているとはいえず、享受すべきシナジーのうち一部が引受人に分配されていることから、既存株主に損害が生じたと考えられることができる。そのため、当該既存株主は、第三者に対する取締役の責任を追及することができると考えられる。

(四) 非流動性デイスカウント

非上場株式は上場株式に比べて流動性が低く、売買成立の困難性や追加的な取引コストの発生が考えられる。そのため、インカム・アプローチやマーケット・アプローチにより株式価値を算定する場合であっても、一定割合のデイスカウントを行うことが多く、このようなデイスカウントを非流動性デイスカウントという⁽⁶⁸⁾。もし、非流動性デイスカウントを考慮することにより既存株主に対して損害が生じるのであれば、直接損害説の立場からは、公正な払込金額の算定において、非流動性デイスカウントを考慮すべきではないと考えられる。

まず、少数株主にとっての株式価値により公正な払込金額を算定する場合を検討すると、既存の少数株主にとって投下した資本を回収するためには、株式を譲渡するか、剰余金の配当を受け取る必要がある。前述のように、非流動性デイスカウントは株式の売りにくさを前提としたデイスカウントであるため、既存の少数株主が株式を譲渡することにより投下資本を回収しようとする場合には、非流動性デイスカウントを考慮した金額で譲渡する可能性が高い。さらに、配当還元法を採用する場合には、非流動性デイスカウントが資本還元率の算定で考慮される可能性があり得る。流動性の乏しい非上場株式に対しては、上場株式よりも高い要求収益率になると考えられるため、流動性の欠如を加味した資本還元率を用いることに特段の問題はないと考えられる⁽⁶⁹⁾。そのため、非流動性デイスカウントを考慮して払込金額を算定したとしても、既存の少数株主において何ら損害が生じていないと考えることができる。

次に、支配株主にとっての株式価値により公正な払込金額を算定する場合であっても、非流動性デイスカウントを考慮している裁判例が存在する⁽⁷⁰⁾。しかし、非流動性デイスカウントは、株式の売りにくさを前提としたデイスカウントであり、株式の譲渡を前提としていない支配株主にとっての株式価値の算定にはなじまないと考えられる。すなわち、支配株主はフリー・キャッシュ・フローを支配していることから、募集株式の発行等が行われなければ、非流動

性デイスカウントを考慮する前のフリー・キャッシュ・フローを享受することができていたはずだからである。そのため、非流動性デイスカウントを考慮して払込金額を算定した場合には、既存の支配株主において、非流動性デイスカウントに相当する損害が生じたと考えられることができる。

このように、少数株主にとっての株式価値により公正な払込金額を算定する場合には、非流動性デイスカウントを考慮すべきであるのに対し、支配株主にとっての株式価値により公正な払込金額を算定する場合には、非流動性デイスカウントを考慮すべきではないと考えられる。

八 少数株主を締め出すための第三者割当

平成二六年会社法改正により、少数株主の締め出しのための手法として全部取得条項付種類株式を利用した手法、株式併合を利用した手法がそれぞれ整備されるとともに、特別支配株主の株式等売渡請求制度が導入された。全部取得条項付種類株式又は株式併合を利用して少数株主を締め出すためには、株主総会の特別決議を要し（会社法三〇九条二項、一七一条一項、四六六条、一八〇条二項）、特別支配株主の株式等売渡請求制度により少数株主を締め出すためには、発行済株式総数の九〇％を支配する必要がある（同法一七九条一項）。そのため、これらの要件を満たすために、第三者割当により持分比率を増加させる可能性が想定される。⁽⁷⁾ 会社法上、このような第三者割当や少数株主の締め出しが認められるかどうかは議論となり得る。⁽⁸⁾ しかし、本稿では、公正な払込金額を検討していることから、このような第三者割当が行われた場合における株式価値の算定についてのみ検討を行うこととする。

まず、前述四(三)のように、支配株主が持分比率を増やすために第三者割当の引受けを行った場合において、少数株主にとっての株式価値を払込金額としたときであっても、少数株主の締め出しを予定していないのであれば、既存の少

数株主には何ら損害が生じていないため、有利発行に該当しないと解すべきである。これに対し、少数株主を締め出すことを前提として第三者割当を行った場合には、当該締出しの段階で、取得価格決定の申立て（会社法一七二条）、反対株主の株式買取請求（同法一八二条の四、同条の五）、売買価格決定の申立て（同法一七九条の八）がそれぞれ認められている。

そして、平成二六年改正前会社法における取得価格決定の申立ての事件では、客観的価値に増加価値分配価格を加算した金額を公正な価格としている⁽⁷⁵⁾。そのため、非上場会社の少数株主の締出しでは、少数株主を締め出す前の株式価値と少数株主を締め出した後の株式価値の差額を「少数株主の締出しによって増大が期待される価値」としたうえで、そのうち、少数株主が享受して然るべき部分を「増加価値分配価格」として「客観的価値」に加算すべきであると考えられる⁽⁷⁶⁾。そして、非上場会社の少数株主の締出しでは、マイノリティ・ディスカウントを行うべきではなく、支配株主としての株式価値により評価を行うべきであると考えられる⁽⁷⁶⁾。

このように、第三者割当を行った後に少数株主の締出しが行われる場合において、取得価格決定の申立て等が行われたときは、支配株主にとっての株式価値を公正な価格とすべきである。しかし、少数株主にとっての株式価値により第三者割当が行われてしまうと、少数株主の締出しの段階では、支配株主にとっての株式価値が減少しているという問題が生じる。これを解決するためには、第三者割当と少数株主の締出しが一連の取引と認められる場合には、第三者割当が行われなかったと仮定して公正な価格を決定すべきであると考える⁽⁷⁶⁾。

さらに、第三者割当の時点で、少数株主の締出しまで予定されている場合には、第三者割当により一株当たりの支配株主にとっての株式価値が減少することから、少数株主の締出しにより交付を受ける金銭が減少するため、少数株主であっても損害を受けていると言える。そのため、少数株主にとっての株式価値を払込金額とすることは有利発行に該当すると考えられるため、有利発行の手続きが行われていない場合には、少数株主であっても、第三者に対する

取締役の責任、通謀引受人の責任をそれぞれ追及することができる¹⁷⁾と考えられる。

九 むすび

本稿では、直接損害説が正当だとしてうえで、公正な払込金額の検討を行った。その結果、第三者割当後に、引受人が支配株主になるのか、少数株主のままであるのかではなく、第三者割当前に、既存株主が支配株主であったのか、少数株主であったのかにより公正な払込金額を算定すべきであると結論づけた。

その結果、具体的な公正な払込金額の算定においても、既存株主に損害が生じたか否かという観点から検討を行うべきであるとした。例えば、資本提携又はM&Aを目的とした第三者割当では、第三者割当を行わない単なる業務提携との比較を行い、既存株主に損害が生じたと認められる場合に、有利発行に該当すると判断すべきであるとした。今後の裁判例に注目しつつ、さらに研究を重ねたい。

- (1) 会社法二条五号に規定する公開会社に該当しない株式会社をいう。
- (2) 吉本健一「第一九九条」神田秀樹編『会社法コメンタール5——株式(3)』一四頁(商事法務、平成二五年)、山神理「第一九九条」第二〇二条」江頭憲治郎ほか編『論点体系会社法2——株式会社II』一一三頁(第一法規、平成二四年)。
- (3) 最小二判昭和四〇年一〇月八日民集一九卷七号一七四五頁、最小二判昭和四六年七月一六日判例時報六四一号九七頁。なお、江頭憲治郎『株式会社法』七六九頁注(2)(有斐閣、第六版、平成二七年)では、現行会社法下では、従前の有限会社の規律に近い閉鎖型のタイプの株式会社については、これらの判例の射程は及ばず、無効原因を限定的に解する必要がないと指摘されている。
- (4) 日本公認会計士協会『企業価値評価ガイドライン(改訂版)』三九頁(日本公認会計士協会出版局、平成二五年)。

- (5) 安達和人「ビジネスバリュエーション」一六七―一六八頁(中央経済社、平成二三年)、日本公認会計士協会「株式等鑑定評価マニュアル(その2)」JICPAジャーナル四六三号一〇七―一〇八頁(平成六年)。
- (6) 安達前掲注(5)二七六頁、谷山邦彦「バリュエーションの理論と応用」三三一―三三二頁(中央経済社、平成二二年)。
- (7) 江頭憲治郎「判批」江頭憲治郎ほか編「会社法判例百選」四五頁(有斐閣、第二版、平成二三年)では、支配株主にとつての株式価値と少数株主にとつての株式価値に違いが生じる理由のひとつとして、フリー・キャッシュ・フローの全額を取得できる可能性の有無が挙げられている。
- (8) 高橋義雄「支配株主と少数株主」日本公認会計士協会編「株式等鑑定評価マニュアルQ&A」四七頁(商事法務研究会、平成七年)では、持株割合が発行済株式総数の二分の一を超える株主を支配株主、それ以外を少数株主としながらも、中間の性格の株主が存在することが指摘されている。
- (9) 裁判例でも、少数株主にとつての株式価値を配当期待権とするものがある(大阪地判昭和四七年四月一九日判例時報六九一七四頁、大阪地判昭和四八年一月二九日判例時報七三二一八五頁、東京地判平成六年三月二八日判例時報一四九六号一三三頁)。
- (10) 最三小判昭和五〇年四月八日民集二九卷四号三五〇頁。
- (11) 小林敏明「第二二二条」江頭ほか前掲注(2)一五〇―一五一頁、吉本前掲注(2)一六一―一七頁。
- (12) 小出一郎「第一四四条」江頭憲治郎ほか編「論点体系会社法1―総則、株式会社I」四八〇頁(第一法規、平成二四年)では、「近時の裁判例では、売手の立場と買手の立場を区分して議論し、複数の評価手法を採用することを根拠づけようとするものが散見される。」と指摘されている。
- (13) 東京高決平成二〇年四月四日金融・商事判例一二九五号四九頁、福岡高決平成二二年五月二五日金融・商事判例一三二〇号二〇頁。
- (14) 大阪高決平成元年三月二八日判例時報一三二四号一四〇頁、大阪地決平成二七年七月一六日金融・商事判例一四七八号二六頁。
- (15) 広島地決平成二二年四月二二日金融・商事判例一三三〇号四九頁、札幌高決平成一七年四月二六日判例タイムズ二二一六号二七二頁。
- (16) 東京地方裁判所商事研究会『類型別会社訴訟II』五七六頁(判例タイムズ社、第三版、平成二三年)、金子勲「非公開株

- 式の評価」判例タイムズ八一四号七五頁（平成五年）。
- (17) 佐賀地判昭和五一年四月三〇日判例時報八二七号一〇七頁、東京地決昭和五六年六月一二日判例時報一〇二三号一一六頁、京都地判平成四年八月五日判例時報一四四〇号一二九頁、大阪高決平成一年六月一七日判例時報一七一七号一四四頁。
- (18) 前掲注（9）参照。
- (19) 最近の裁判例として、「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価額が決定されていたといえる場合には、その発行価額は、特別の事情のない限り、『特ニ有利ナル発行価額』には当たらないと解するのが相当である。」と判示されたものが公表されている（最一小判平成二七年二月一九日民集六九卷一五五頁）。本判決に対しては、取締役の過失が否定されることにより取締役の損害賠償責任も否定され、その事実により、通謀引受人の責任に対しても通謀の事実が否定されることから、有利発行に該当するか否かを論じる必要はなかったという批判がある（鳥山恭一「判批」法学セミナー七二五号一一九頁（平成二七年）、久保田安彦「判批」商事法務二〇七号二二二頁（平成二七年）、黒沼悦郎「判批」金融・商事判例一四七一号一五一一頁（平成二七年））。
- (20) 河本一郎「商法二六六条ノ三第一項の『第三者』と株主」加藤勝郎ほか編『商法学における論争と省察——服部栄三先生古稀記念』二五四頁（商事法務、平成二年）、青竹正一「新株の不正発行と取締役の損害賠償責任（下）」判例タイムズ九八号七九一八〇頁（平成一年）、今井宏「判批」竹内昭夫編『新証券・商品取引判例百選』四〇一—四一頁（有斐閣、昭和六三年）、福島洋尚「新株の有利発行と取締役の責任」南山法学二二卷一—三四頁（平成一〇年）、龍田節「判批」商事法務一四二五号三七—三八頁（平成八年）、北川徹「判批」ジュリスト一二四五号二一〇頁（平成一五年）。
- (21) 吉本健一「新株発行のメカニズムと法規制」三三五—三四〇頁（平成一九年、中央経済社）、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四三〇—四三二頁（平成一年）。
- (22) 李艶紅「判批」早稲田法学八九卷四号二〇六頁（平成二六年）は、会社法四二九条により第三者責任を追究した裁判例がほとんどであり、公刊された裁判例において、同法四二三条により会社に対する責任を追究した事件は二件（東京地判平成二二年七月二七日判例タイムズ一〇五六号二四六頁、東京高判平成二五年一月三〇日民集六九卷一五五頁（一五七頁））のみであることが指摘されている。そして、杉田貴洋「新株の有利発行（有利募集）を理由とする損害賠償請求訴訟に関する総合的判例研究」尚美学園大学総合政策研究紀要一一号八〇頁（平成一八年）は、第三者責任を認めた裁判例であっても、間接損害説によって理論構成が行われていると指摘している。そのため、裁判例の傾向としては、間接損害説であっても会社法四二二

- 九条を適用することを否定していないということが言える。これに対し、間接損害説の立場から同条の適用を否定する立場として、河本前掲注(20)二五四頁参照。
- (23) 吉本前掲注(21)三四二—三四三頁。
- (24) 前掲注(22)参照。
- (25) DCF法が支配株主にとっての株式価値を算定するための評価方法として最も理論的な評価方法であるとするものとして、伊藤達哉「取引相場のない株式の評価方法選択のあり方」商事法務一八九二号四一頁(平成二二年)、佐藤信祐「譲渡制限株式の売買価格」法学政治学論究一〇九号二〇—二二頁(平成二八年)、広島地決平成二二年四月二二日前掲注(15)参照。
- (26) KPMG FAS『図解でわかる企業価値評価のすべて』一四九—一五〇頁(日本実業出版社、平成二三年)、谷山前掲注(6)三三四頁。
- (27) 田中亘「募集株式の有利発行と取締役の責任」新堂幸司ほか編『会社法と商事法務』一五四—一五七頁(商事法務、平成二〇年)。
- (28) 杉田前掲注(21)四三一頁。
- (29) 吉本前掲注(21)三三七—三四〇頁、杉田前掲注(21)四三〇頁。
- (30) 福島前掲注(20)三三—三四頁。
- (31) 伊藤靖史「判批」商事法務一七〇三号四四頁(平成一六年)、田中前掲注(27)一九二—一九三頁。
- (32) 田中前掲注(27)一七八—一七九頁。なお、間接損害説を採用する立場からも、支配権争い局面のうち、一定の場合には、既存株主からの直接請求が可能であるとする見解がある(福島前掲注(20)三五頁、龍田前掲注(20)三八頁)。
- (33) 田中前掲注(27)一九四—一九五頁。
- (34) 田中前掲注(27)一九二—一九八頁。
- (35) 田中前掲注(27)一八〇—一八一頁では、業務提携やM&Aを目的とした第三者割当を想定したうえで取締役のなすべき行為につき、前者の場合があり得るとしている。しかし、業務提携やM&Aであればなおさら資金調達目的が乏しいことから、発行会社には損害が生じておらず、既存株主の損害とすべきであると考えられる。
- (36) 田中前掲注(27)一七五頁でも、その事実是否定されていない。また、同様の指摘をするものとして、神田秀樹・藤田友敬「株式会社法の特質、多様性、変化」三輪芳郎ほか編『会社法の経済学』四七二頁注(43)(東京大学出版会、平成一〇

- 年、福島前掲注(20)三三―三四頁、北川前掲注(20)二二〇頁参照。
- (37) 伊藤(靖)前掲注(31)四五頁。
- (38) 杉田前掲注(21)四四二頁。
- (39) 神田秀樹「会社法」一四三―一四四頁(弘文堂、第一八版、平成二八年)、吉本前掲注(2)一四頁、森本滋「第二八〇条の二」上柳克郎ほか編「新版注釈会社法(7)新株の発行」二九頁(有斐閣、昭和六二年)。
- (40) 発行会社に損害が生じたとも、既存株主に損害が生じたとも断定できない場合があるとする考え方を採用すれば、第三者割当後に引受人が支配株主になる場合には、支配株主にとっての株式価値で資金調達ができることから、支配株主にとっての株式価値に満たない金額を払込金額としたときは、発行会社に損害が生じる。そのため、支配株主にとっての株式価値を公正な払込金額とすべきである。これに対し、既存株主に支配株主が存在する場合において、支配株主にとっての株式価値に満たない金額を払込金額としたときは、当該支配株主に損害が生じる。そのため、引受人が少数株主であっても支配株主にとっての株式価値を公正な払込金額とすべきである。このように、少数株主しか存在しないような会社を除き、支配株主にとっての株式価値が公正な払込金額となる。
- (41) このような場合に、間接損害説により支配株主にとっての株式価値で評価を行う余地があるかどうかを検討する。前述のように、少数株主と発行会社との間の交渉では、少数株主にとっての株式価値で払込金額を算定することが落とし所となる。そのため、少数株主を引受人としたことが問題であり、支配株主にとっての株式価値に相当する払込みを行うことができる引受人を見つけるべきであったとしないと、支配株主にとっての株式価値を公正な払込金額とすることはできない。これに対し、前掲注(9)の裁判例ではこのような理論構成が採用されておらず、少数株主にとっての株式価値を公正な払込金額であるとしている。
- (42) 江頭前掲注(3)七三四頁注(7)では、有利発行が必要な理由の例示として、「従業員に勤務上の刺激を与えるため」「企業提携を行うため」が挙げられている。また、実務家の立場からも、少数株主に対する第三者割当において、財産評価基本通達に定めのある配当還元法を利用することは、贈与税の観点からは問題がないものの、会社法上は、有利発行に該当するとしているようである(牧口晴一・齋藤孝一「事業承継に活かす従業員持株会の法務・税務」六八一―七一頁(中央経済社、第三版、平成二七年))。
- (43) ただし、第三者割当を行った後に解散を行うような極端な事案では、少数株主が受け取る清算分配金は支配株主と変わら

- ない。その結果、少数株主にとつての株式価値で第三者割当が行われてしまうと、既存の少数株主に対する清算分配金が減少する結果になる。このように、少数株主にとつての株式価値で第三者割当を行った場合において、既存の少数株主に損害が生じることが明らかであるときは、支配株主にとつての株式価値を公正な払込金額とすべきであると考えられる。
- (44) 関俊彦「株式評価論」三二四—三二五頁(商事法務、昭和五八年)では、当時の商法二八〇条の二第二項が「株主以外ノ者ニ対シ特ニ有利ナル発行価額ヲ以テ」と規定されていたことを理由として、既存株主の持株価値の希薄化ではなく、むしろ、引受人を有利に扱うか否かの問題であると解している。この主張がなされたのは、当時、直接損害説が主張されていたにもかかわらず、かつたこともひとつの理由であると推定される。
- (45) 吉本健一「第二〇二条」神田前掲注(2)三六頁。
- (46) 引受人が少数株主である場合には、少数株主にとつての株式価値が引受人にとつての価値であることから、不公正な払込金額に該当するという認識がない可能性がある。このような場合には、「通謀」という要件を満たすことができないため、通謀引受人の責任を追及すべきではないと考えられる。
- (47) 東京地方裁判所商事研究会前掲注(16)五六六頁、山口和男「会社訴訟非訟の実務」六六九頁(新日本法規出版、改訂版平成一六年)。
- (48) 近藤弘二「第二八〇条の一」上柳ほか前掲注(39)三〇九頁。
- (49) 森本前掲注(39)六八頁。
- (50) 河合伸一(発言)河合伸一ほか著『第三者割当増資——企業金融と商法改正2』一八頁(有斐閣、平成三年)。これに対し、事前と事後とで基準を使い分けることを認めれば、事前の問題についても遵守されなくなるという批判がある(杉田貴洋「判批」法学研究八七巻一—号五三頁(平成二六年))。
- (51) 佐賀地判昭和五一年四月三〇日前掲注(17)は、企業提携の方法として募集株式の発行がなされた事案であり、純資産価値方式により算定された八七一円八一銭、九七九円六四銭よりも安い五八〇円の発行価額でも有利発行に該当しないと判断されている。しかし、このような大幅な引下げをしてまで資本提携を行う必要があったか否かは有利発行の手続きによるべきであったと考えられる。
- (52) ただし、払込金額が不公正であったかどうかという点と、不公正であったことにつき、取締役と引受人との間に通謀があったかどうかという点は、分けて考えるべきである。

- (53) 東京地判昭和五二年八月三〇日金融・商事判例五三三号二二頁。
- (54) 大森忠夫「第二八〇条の二」大森忠夫ほか編『注釈会社法(5)』五二頁(有斐閣、昭和四三年)。
- (55) 東京地方裁判所商事研究会前掲注(16) 五七四頁。
- (56) 鈴木一攻「M&A取引としての第三者割当増資」M&Aと資本市場研究会報告書「M&A時代のファンドと株主利益」一四一—一五四頁(日本経済研究センター、平成二〇年)。
- (57) 瀬戸英雄「募集株式の発行等」江頭憲治郎ほか編『会社法大系2』二二三頁(青森書院、平成二〇年)、吉本前掲注(2) 一六頁。
- (58) このほか、上場会社を想定したうえで、公募では、募集株式の消化可能性を考慮することができるが、第三者割当では、会社と引受人との相對交渉で引受契約の内容が決まることから、募集株式の消化可能性を考慮してでも第三者割当を行うかどうかは、株主総会に委ねられるべきであるという指摘もある(吉本前掲注(2) 一六頁)。
- (59) 杉田貴洋「募集株式の発行等における公正な払込金額」法学研究七八卷九号五—七頁(平成一七年)では、消化可能性により引下げを認める学説と認めない学説の両方を紹介し、「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)ないし払込期日までに間がある場合、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。」としたうえで、平成一三年商法改正以降は、市場性のある株式についての発行価額の公告・通知は、決定方法を示せばよいこととなったため、払込金額決定日から効力発生日までの間隔による引下げの問題は以前に比べて小さくなったと説明されている。これに対し、吉本前掲注(2) 一八頁では、「株価の急激な変動による不安定性を除去するために、一定期間の平均値を考慮することに合理性があるとしても、そこからさらに一〇パーセントものディスカウントを認める合理性は疑わしい」と指摘されている。
- (60) 東京高判昭和四八年七月二七日判例時報七一五号一〇〇頁、大阪地決昭和六二年一月一八日判例時報一二九〇号一四四頁、東京地決平成元年九月五日判例時報一三二三号四八頁、大阪地判平成二年五月二日金融・商事判例八四九号九頁、大阪地決平成二年六月二二日判例時報一三六四号一〇〇頁。
- (61) 東京地決平成元年七月二五日判例時報一三一七号二八頁、東京地決平成一六年六月一日判例時報一八七三号一五九頁。なお、同様の見解を示す学説として、田中亘「判批」江頭ほか前掲注(7) 五三頁、吉本前掲注(21) 二三—二三五頁、松中学「市場価格が高騰している場合の有利発行の判断基準」商事法務一九一一号二七—三五頁(平成二二年)がある。

- (62) 鈴木一攻「コントロール・プレミアムに関する考察」証券アナリストジャーナル二〇〇五年七月号七一頁(平成一七年)は、支配権プレミアムのひとつとして、発行会社から支配株主にもたらされる個人的便益を挙げている。
- (63) 江頭憲治郎「取引相場のない株式の評価」『会社法の基本問題』一六七頁(有斐閣、平成二三年)。なお、江頭教授は役員報酬に対する期待から形成される取引価格を取引事例として採用することができる場合を想定されている(同書一六五—一六八頁)。これに対し、本稿では、役員報酬は発行会社に対して役務を提供したことによる適正な対価であり、取引価格に含まれるべきものではないとしている。
- (64) 杉田前掲注(59)三七一—三八頁。
- (65) 江頭憲治郎『結合企業法の立法と解釈』二二八—二三三頁(有斐閣、平成七年)、藤田友敬「株式会社の企業金融(2)」法学教室二六五号七七—七九頁(平成一四年)。
- (66) プルータス・コンサルティング『企業価値評価の実務Q&A』一九六一—一九八頁(中央経済社、第三版、平成二六年)。
- (67) 黒川行治「企業結合に関するのれんの会計の論点」會計一六五巻五号六九〇頁(平成一六年)、小山泰宏「M&A企業評価」七八—七九頁(中央経済社、平成二三年)、林宏和「M&Aの意義」森・濱田松本法律事務所編『M&A法大系』一七頁(有斐閣、平成二七年)。
- (68) プルータス・コンサルティング前掲注(66)二二六頁。
- (69) 河本一郎・濱岡峰也『非上場株式の評価鑑定集』二九九—三〇〇頁(成文堂、平成二六年)の事案は、流動性の欠如を理由として資本還元率を引き上げた事案である。
- (70) 東京地判昭和五六年六月二二日判例時報一〇二三号一—六頁、東京地判平成四年九月一日判例時報一四六三号一—四頁。
- (71) 三管裕ほか「株式等売渡請求制度の概要とトップ・アップ・オプションの活用可能性」旬刊経理情報一三二八号二九—三三頁(平成二四年)、石綿学ほか「トップ・アップ・オプションの法的枠組みと我が国への導入可能性(上)」金融・商事判例一四八—一五七頁(平成二八年)。
- (72) 具体的には、募集株式の発行等が著しく不公正な方法により行われる場合に該当する可能性がある(会社法二二〇条二号)。そして、全部取得条項付種類株式又は株式併合を利用して少数株主が締め出される場合には、特別利害関係者による議決権の行使により著しく不当な決議がなされたとして株主総会決議の取消しが可能になる場合もあり得る(会社法八三一条一項三号、三管ほか前掲注(71)三一頁)。さらに、特別支配株主の株式等売渡請求制度を利用して少数株主が締

- め出される場合も、特別支配株主による売渡株式等の取得の無効の訴えが可能になる場合もあり得る（会社法八四六条の二）。
- (73) 最三小決平成二一年五月二九日金融・商事判例一三二六号三五頁、最三小決平成二二年二月二三日資料版商事法務三二二号一三三頁、東京高決平成二二年一〇月二七日資料版商事法務三二二二号一七四頁。
- (74) 佐藤信祐「非上場会社の少数株主の縮出しにおける公正な価格」法学政治学論究一〇六号一四九―一五二頁（平成二七年）。
- (75) 佐藤前掲注(74) 一四五―一四六頁。
- (76) カネボウ事件（東京地決平成二二年一〇月一九日金融・商事判例一三二九号三〇頁）では、営業譲渡から二年六か月も経過した後の吸収合併であることから、営業譲渡と吸収合併の一連性は否定されている。なお、本事件では、営業譲渡の時点で反対株主の株式買取請求（平成一七年改正前産業活力再生特別措置法一二条の三第三項、平成一七年改正前商法二四五条の三、同条の五）をすることができたことも、一連性を否定する理由として挙げられている。これに対し、募集株式の発行等では、反対株主の株式買取請求が認められないことから、少数株主に優位に解釈し、第三者割当と少数株主の縮出しに一連性がなかったという反証がない限り、一連の取引として取り扱うべきであると考えられる。
- (77) 上場会社と異なり、開示の少ない非上場会社では、縮出しが行われてから一連のストラクチャーが発覚する可能性が高いと思われるため、差止請求の議論が生じることは稀であると考えられる。

佐藤 信祐 (さとう しんすけ)

所属・現職 公認会計士佐藤信祐事務所所長

慶應義塾大学大学院法学研究科後期博士課程

慶應義塾大学大学院法学研究科前期博士課程

最終学歴
所属学会

専攻領域

主要著作

なし

商法

「非上場会社の少数株主の締出しにおける公正な価格」『法学政治学論究』第一〇六号(二〇一五年)

「譲渡制限株式の売買価格」『法学政治学論究』第一〇九号(二〇一六年)