

平成 29 年 10 月 1 日版

弁護士法人STORIA
弁護士 菱田 昌 義

有利発行と第三者責任

有利発行とは

1 | 募集株式発行の種類 LQ307 頁 Column6-1

- 株主割当て = すべての株主にその持株割合に応じて株式を割当てる場合
第三者割当て = 特定の第三者（既存株主でもよい）に対して株式を割り当てる場合
公募 = 不特定の者に株式引受けの勧誘をしてこれを割り当てる場合

2 | 株主間の利益の移転 LQ307 頁 Case6-1, 数字でわかる 131 頁以下（松中）

【A 会社（価値 2000 万円・20 株発行 = 1 株 100 万円）】
株主 P10 株 = 1000 万円（1 株 100 万円） 株主 Q10 株 = 1000 万円（1 株 100 万円）
1 株 40 万円で 10 株を、PQ に各 5 株ずつ発行した場合、R に 10 株発行した場合、どうなるか。

- ① 既存株主である P・Q が 5 株ずつ引受け（株主割当て）
会社の価値 = 2400 万円（2000 万円 + 400 万円）
P15 株 = 1200 万円（1 株 80 万円），Q15 株 = 1200 万円（1 株 80 万円）
- ② 新株主である R が 10 株すべて引受け（第三者割当て）
会社の価値 = 2400 万円（2000 万円 + 400 万円）
P10 株 = 800 万円（1 株 80 万円），Q10 株 = 800 万円（1 株 80 万円）
R10 株 = 800 万円（1 株 80 万円） → R は 400 万円の払込みで 800 万円の価値を取得する！

3 | 募集株式発行の決定機関 LQ310 頁

	公開会社	非公開会社
通常の発行	取締役会（201 条 1 項） ^{※1}	株主総会（199 条 2 項） ²
有利発行（株主割当て）	取締役会（202 条 3 項 3 号）	株主総会（202 条 3 項 4 号） ³
有利発行（公募・第三者割当て）	株主総会（201 条 1 項参照）	株主総会（199 条 2 項）

このように、非公開会社では、募集事項の決定を株主総会に委ねている。

理由① 株主の持株比率（支配的利益）確保の要請が強い

- ② 株主が他の株主から既発行株式を取得することにより持株比率を回復することは困難
- ③（有利発行の場合について）非公開会社では公正な価格の判定が困難であり、有利発行か否か判断が不明確なこと

¹ 平成 26 年会社法改正によって、支配権の異動を伴う場合には、公開会社の通常の発行であっても、一定の場合には株主総会の決議が必要になった（206 条の 2）。詳細については、田中 471 頁等参照。

² 法 200 条 1 項により、募集株式の上限及び払込金額の下限を定めれば、株主総会は、その特別決議によって募集事項の決定を取締役（取締役会設置会社にあつては取締役会）に委ねることができる。

³ 但し、取締役（取締役会設置会社にあつては取締役会）に委任が可能である（202 条 3 項 1 号 2 号）。

4 | 有利発行が問題となる典型的な場合とは

(1) 公開会社と非公開会社 LQ311 頁, 数字でわかる会社法 14 頁 (久保田安彦解説)

【公開会社】		【非公開会社】	
有利な金額	100 →取締役会決議	有利な金額	100 →株主総会決議
特に有利な金額	?? →株主総会決議	特に有利な金額	?? →株主総会決議

※ここでは、100 を公正な価格とする。
 ※説明の便宜上「有利な金額」という言葉を使うが、これは会社法上の用語ではない。

このように、非公開会社では、特に有利な金額の発行（有利発行）であろうとなかろうと、株主総会決議を要する。そこで、有利発行か否かが問題となるのは、主として公開会社の場合である。

(2) 取引相場のある会社とない会社 田中 466 頁

その上で、公開会社といえども、すべての公開会社が上場しているわけではない（公開会社≠上場会社である。LQ23 頁。特に LQ19 頁 Column1-9 参照）。そのため、公開会社の中には、①上場しており取引相場のある会社と、②上場しておらず取引相場がない会社との2つがあることになる。

↓

①上場しており取引相場のある会社 LQ313 頁以下

後述の「株価が高騰している場合」や「直近3ヶ月」云々はこの場合に生じる問題である。

②上場しておらず取引相場がない会社 LQ92 頁以下参照, 事例で考える 34 頁以下参照

この場合、当該会社の株式には取引相場がないのであるから、そもそも何が「公正な価格」か判断が困難である。取引相場のない株式の評価については、配当還元方式・純資産方式・DCF方式・類似業種比準方式等様々な方式がある⁴。

脚注で詳述するとおり、非上場会社における株価評価は容易ではなく、事後的に有利発行とされると、資金調達を過度に萎縮させる危険がある。そこで、「客観的資料に基づく一応合理的な算定方法」によって払込金額が決定されれば、有利発行にはあたらない（最判平成 27 年 2 月 19 日・百選 23 事件）。

⁴ 取引相場のない株式の評価が真に問題になるのは、①譲渡制限株式の売買価格を決定する場合（144 条）や、②反対株主が株式買取請求権を行使する場合（117 条・786 条・798 条）であり、③有利発行の場合（199 条 3 項、212 条）には、あまり問題にならないとの指摘がある。すなわち、「商事の訴訟事件である新株発行の不正をめぐり訴訟においては、会社の設定した新株発行価額が著しく不当な場合でなければ、公正な価額が厳密にはいくらであったかを明示しなくても裁判所は事件を処理できないわけではない」のである（江頭憲治郎「会社法の基本問題（取引相場のない株式の評価）」（有斐閣・2011 年）131 頁参照）。

また、最判平成 27 年 2 月 19 日・百選 23 事件も参照。同最判は、非上場会社の株価の算定方式には、DCF・配当還元等様々な評価手法があること、各評価方法の中でも、ある程度の幅のある判断要素が含まれていることが少なくないことを考慮して、「したがって、非上場会社が株主以外の者に新株を発行するに際し、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、「特二有利ナル発行価額」には当たらないと解するのが相当である」とした。

なお、この問題を理解するには「ファイナンス」という分野の知識が必要となる。この分野の入門書として森生明「会社の値段」（ちくま新書・2006）や田中亘編「数字でわかる会社法」（有斐閣・2013 年）14 頁以下（久保田安彦解説）を参照。

5 | 上場会社における「特に有利な金額」の認定 LQ313 頁, コンメV14 頁

(1) 「特に有利な金額」の意味 (199 条 3 項)

特に有利な金額 = 株式の公正な価額に比べて特に低い金額をいう (東京地決平成 16/6/1 百選 22)。

(2) 判例の理解 田中 486 頁参照

【判例】 最判昭和 50/4/8

判旨「ところで、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金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、発行済み株式数、新たに発行される株式数、株式市況の動向、これら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。」

(3) 私見 (ひとつの考え方) LQ314 頁参照, 特に田中 486 頁は必読

ア 公正な価格

【原則】

上場会社における株価 = 需要と供給が一致して形成された価格 = 公正な価格

そこで、払込金額を決定する直前 (取締役会決議前日) の価格が公正な価格になる。

【特殊な事例】

①発行会社に対する高値売りつけ目的で高騰している場合 → 払込金額の基準から廃除してよい

②買収による企業価値の増大を反映している場合 → 払込金額の基準から廃除することはできない

イ 特に低い金額

迅速な資金調達のためには、多少のディスカウントが必要である。

なお、日証協の自主ルール⁵では、「決議前日の市場価格に 0.9 を乗じた価格」を下限としている⁶。

⁵ 平成 22 年 4 月 1 日付日本証券業協会発表「第三者割当増資の取扱いに関する指針」は、「払込金額は、株式の発行に係る取締役会決議の直前日の価額 (直前日における売買がない場合は、当該直前日からさかのぼった直近日の価額) に 0.9 を乗じた額以上の価額であること。ただし、直近日又は直前日までの価額又は売買高の状況等を勘案し、当該決議の日から払込金額を決定するために適当な期間 (最長 6 か月) をさかのぼった日から当該決議の直前日までの間の平均の価額に 0.9 を乗じた額以上の価額とすることができる。」旨規定している。なお、同指針 2 項においては、直前日の価格を用いない場合には、「直前日の価格を勘案しない理由」及び「(その) 期間を採用した理由」を開示する旨規定している。

⁶ あくまで「下限」であり、払込金額が形式上自主ルールに則していたとしても、公正な払込み金額とは限らないとの指摘がある (阪瑛光生・商事法務 1194 号・2 頁)。

確認：役員等の第三者に対する責任

1 | 条文・要件総論 LQ249 頁

(1) 要件のまとめ

①役員等

②任務懈怠 …………… 直接損害事例 → 債務超過またはそれに近い状態にある場合には、会社債権者の損害拡大を阻止するため、取締役には会社の状況を把握し、再建可能性・倒産処理等を検討すべき義務を負う。

間接損害事例 → 423 条の場合と同様。

③悪意・重過失 …………… 任務懈怠についての悪意・重過失で足りる。

④「第三者に生じ …………… 損害には、直接損害・間接損害の両者を含む。

た損害」の発生
とその額

第三者には、直接損害の場合には株主を含むが、間接損害の場合には株主を含まない。

⑤因果関係 …………… 直接損害＝任務懈怠と第三者の損害との因果関係

間接損害＝任務懈怠と会社の損害との因果関係＋会社の損害と第三者の損害の因果関係が必要

(2) 責任の性質

▽法定責任説 最判昭和 44/11/26・百選 70 事件

第三者保護のための特別の法定責任である。①株式会社が経済社会において重要な地位を占めていること、②しかも株式会社の活動はその機関である取締役の職務執行に依存するものであるから、第三者を保護する必要があることを理由とする。

(3) 株主は「第三者に生じた損害」における「第三者」に含まれるか LQ252 頁, 田中 354 頁

(1) 直接損害⁷

この場合、会社の株主は「第三者」に含まれる。

(2) 間接損害⁸

この場合、会社の株主は「第三者」に含まれない。

①株主が取締役に損害賠償請求できるとすると、株主が会社の損害賠償請求権という会社財産を分け取りすることになる（または取締役が株主と会社に対して二重に責任を負う事態が生ずる）。

②株主は代表訴訟によって会社の損害を回復すれば足りる。

⁷ 例えば、剰余金の配当を行う際に持株数に応じた配当財産の割り当てをしない場合（454 III）、合併当事会社の取締役が悪意・重過失により同社の株主にとって不利な合併契約を締結する場合がある（以上につき、前掲注 1 論点体系 3・449 頁）。

⁸ 例えば、会社財産の減少による保有株式の価値の低下がある。なお、募集株式の有利発行が株主総会特別決議を欠いて行われたことにより既存株主の保有株式の価値の低下が生じた場合に、429 条 1 項の適用ができるとした裁判例がある（最判平成 9/9/9、大阪高判平成 11/6/17）。ここで裁判例と、間接損害には株主を含まない見解の整合性が問題となる。この点につき、LQ252 頁 Column4-42 および法教 386 号 70 頁（伊藤靖史コメント）、新堂＝山下編「会社法と商事法務」（商事法務・2008 年）143 頁。

発展：有利発行と第三者責任

1 | 民事上の責任追及の重要性 田中 503 頁コラム 6-22

【参考文献】新堂＝山下編「会社法と商事法務」（商事法務・2008年）143頁（田中巨執筆）

「最高裁は、会社の代表取締役が法定の公示手段をとった上で新株発行を行なっている限り（最判平成9/1/28・百選27）、たとえそれが株主総会の特別決議を経ないでなされた有利発行であろうと（最判昭和46/7/16・百選24）、また著しく不公正な発行であろうと（最判平成6/7/14・百選102）、一度なされた新株発行を無効とはしないという立場を固持してきた。そのため、事前に新株発行を差し止める機会を逸した株主にとっては、取締役に対する責任追及が事実上唯一の救済手段となっていた」

①不公正な払込金額で株式を引き受けた者等の責任（212条1項1号2号）

取締役と通じて著しく不公正な払込金額⁹で株式を引き受けた場合には、既存株主の経済的損失を回復すべく、公正価額との差額を払い戻す責任を負う（1号）。

また、給付した現物出資財産の価額が募集事項において定められた価額に著しく不足する場合には、不足額が責任額となる（2号。無過失責任である）

②取締役等の現物出資にかかる財産価額填補責任（213条1項）

③有利発行を行った取締役の第三者に対する責任（429条）

2 | 有利発行を行った取締役の第三者に対する責任（429条責任）

(1) 問題状況・前提知識 前掲田中論文 153 頁以下、LQ252 頁 Column4-42

【設例】前掲田中論文 153 頁を改変

「1株の公正価額が1000円であり、発行済株式総数3万株の株式会社の取締役が、株主割当てではなく、かつ有利発行のための特別決議を得ることもなく、一株の払込金額500円で1万株の募集株式の発行をした（500万円の資金調達）。会社の企業価値は株式の時価総額で近似されたとすると、

・発行後の会社の企業価値 $1000円 \times 3万株 + 500円 \times 1万株 = 3500万円$

・発行後の一株あたりの公正価額 $3500万円 \div 4万株 = 875円$

・例えば従前より1000株を有していたAの資産は、 $1000株 \times 1000円 \rightarrow 1000株 \times 875円$ となる。」

→ この事例で既存株主は、会社役員に対して、429条の責任追及をできるか。

429条において、間接損害の場合、株主は「第三者」に含まれないと考えるのが一般的である。

理由①間接損害において、株主が取締役に損害賠償請求できるとすると、株主が会社の損害賠償請求権という会社財産を分取ることになる（又は取締役が株主と会社に対して二重責任を負ってしまう）

理由②間接損害においては、株主は代表訴訟によって会社の損害を回復すれば足りる。

⁹ 払込金額が著しく不公正であることにつき悪意であるだけでは足りない。また、著しく不公正な払込金額とは、「特に有利な金額」（199条3項）と同義とされる（基本コンメ1438頁）。なお、有利発行についての特別決議を経ている場合には、もはや本号の責任を負わないのが原則である（但し、虚偽の説明のもと、株主総会決議が経られた場合にはこの限りではない。江頭773頁注1）。

(2) 【設例】において株主が被った損害は、間接損害か直接損害か 前掲田中論文 153 頁以下参照

▽間接損害説 東京地判平成 24 年 3 月 15 日・重判 H24・商法 8 事件参照

違法な有利発行により会社は公正な払込金額と実際の払込金額の差額分の損害を被った。

【設例】において、会社は本来、1 株 1000 円で 1 万株発行すべきであったにもかかわらず、実際は 1 株 500 円で 1 万株を発行したため、その差額 1 万株×(1000 円-500 円)=500 万円が損害となる。

そして、株主の損害は、会社に損害が生じたことによる反射的な効果(間接損害)である。

▽直接損害説

【設例】において、会社は 500 万円の資金需要が生じたから募集株式の発行をしたのであり、それ以上の資金は必要ないはずである(したがって間接損害説にいう差額 500 万円の損害などは生じていない)。取締役は、500 万円の調達に際し、1 株 1000 円で 5000 株発行すべきであったことになり、これによると、いずれにせよ会社に損害は生じておらず、取締役の行為により株主は株式価値の希釈化という直接損害を被った。

(3) 株主の救済方法 前掲田中論文ほか、伊藤靖史・商事法務 1703 号 42 頁参照

▽間接損害説から

この見解からは、取締役は会社に対して任務懈怠に基づく 500 万円の損害賠償責任を負い(423 条)、株主は代表訴訟により、その責任を追及できることになる。そして、間接損害事例において株主は「第三者」に含まないと原則を維持¹⁰するのであれば 429 条責任を追及することはできない。

▽直接損害説から

上記の通り、募集株式の有利発行によって会社に損害は生じえないので、株主はもっぱら自己個人に対する損害賠償を請求すべきことになる(429 条による救済)。そして、原則を維持¹¹するのであれば、代表訴訟により取締役の対会社責任(423 条責任)を追及しても棄却されることになる。

(4) 裁判例の整理 田中 503 頁コラム 6-22

【参考文献】 前掲田中論文 171 頁

「以上のように、違法な有利発行に対しては、株主による直接請求を認める裁判例と、代表訴訟による請求を認める裁判例とが存在しており、その意味で裁判例の立場は分かれているとも解しうる。しかし見方を変えれば～裁判例はいずれの請求も排除していない(株主が選択した請求方法をそのまま認めている)、という解釈もできるように思われる」

¹⁰ 例外として、本件【設例】のような場合には、会社に損害を与えると同時に株主に対し直接に損害を与えていると考えることで、429 条の適用を認める見解もある(▽同時侵害説。龍田・商事法務 1425 号 35 頁)。

また、本件【設例】に限らず間接損害事例一般において、株主による直接請求を認める余地を残す立場もある(江頭 502 頁注 3)。すなわち、同書は、一般論としては、間接損害については株主は代表訴訟で責任を追及するべきであるが、「たとえば上場会社等については右の見解のようにいえるとしても、取締役と支配株主とが一体である閉鎖型のタイプの会社の場合、少数株主への加害の救済を代表訴訟に限ると、加害が繰り返され実効的な救済にならない例が多いから、株主の被る間接損害につきこの損害賠償請求を認める余地はある」とする。

¹¹ 支配権維持目的のために募集株式が発行された場合には、例外的に代表訴訟を認める見解もある(前掲田中論文・158 頁および注 43 に引用の文献参照)。