

## 平成27年重要判例

きっかわ法律事務所 弁護士 畑井雅史

**事案2** アートネイチャー第三者割当増資に係る株主代表訴訟事件（資料1）  
（最高裁判所第一小法廷平成27年2月19日判決。以下「本判決」という。）

### 1 事案の概要

X：株式会社アートネイチャーの株主

Y：株式会社アートネイチャーの取締役

Z：株式会社アートネイチャー（当時、非上場会社）

Zが、設備投資資金及び運転資金を調達するとともに、役員や幹部従業員にZ株式を保有させて経営への参画意識を高めることを目的として、Y等に対して1株1500円で新株を発行したところ（以下「本件新株発行」という）、XがYに対し、新株の発行価額は「特二有利ナル発行価額」（旧商法280条の2第2項）に当たるにもかかわらず、新株の有利発行に必要な手続を経ていない法令違反等があるとして、新株の公正な価額（X主張：1株3万2254円）と実際の発行価額との差額の損害賠償を求めた事案（株主代表訴訟）。

#### \* 旧商法280条の2第2項

「株主以外ノ者ニ対シ特ニ有利ナル発行価額ヲ以テ新株ヲ発行スルニハ定款ニ之ニ関スル定アルトキト雖モ其ノ者ニ対シ発行スルコトヲ得ベキ株式ノ種類、数及最低発行価額ニ付第三百四十三条ニ定ムル決議アルコトヲ要ス此ノ場合ニ於テハ取締役ハ株主總會ニ於テ株主以外ノ者ニ対シ特ニ有利ナル発行価額ヲ以テ新株ヲ発行スルコトヲ必要トスル理由ヲ開示スルコトヲ要ス」

## 2 事実の経過

平成12年5月	<p>Z：株式の上場を計画し、新株引受権の権利行使価額を1株1万円とする新株引受権付社債を発行した。</p> <p>もともと、その後、主力商品の展開に失敗して売上の減少が続いたことなどから、役員報酬及び従業員給与の削減、定期昇給の凍結、所有不動産の売却などを行った。</p> <p>平成10年度～平成12年度までは、1株あたり150円の配当がなされていたが、平成13年度及び平成14年度には配当がなされなかった。</p>
平成13年頃～	<p>Z：株式を保有する役員、幹部従業員等の退職が相次いだ。</p> <p>Y：退職者からその保有する株式の買取りを求められ、その都度1株1500円で買い取った。</p>
平成14年 7月～10月	Z：Yが保有する株式の一部を1株1500円で買い取り、自己株式とした（平成15年11月、Yに対して、自己株式を1株1500円で売却）。
平成14年 12月	Y：幹部従業員約40名に対し、Y保有の株式を1株1500円で購入するよう希望者を募ったが、希望者はほとんど現れなかった。
平成15年6月	Z：平成12年5月に発行した新株引受権付き社債について、新株引受権の権利行使価額を1株1500円に変更する旨の特別決議がなされた。
平成15年 10月	<p>Z：平成15年11月の自己株式の処分に先立ち、A会計士に株価の算定を依頼した。</p> <p>A会計士：①平成12年～平成14年までの決算書、営業報告書、附属明細書、②平成14年度の法人税確定申告書及び勘定科目内訳書、③Zの過去の株式売買実績例、株式移動表、株主名簿、④Z保有土地の評価資料、ゴルフ場等の含み損益に関する資料、債権の貸倒引当金の明細等の提出を受けたほか、Zの担当部長と面談して、Z保有の建物や子会社株式にも含み損があることなどを確認した。</p> <p>そのうえで、Zの株式は一時的に無配であるものの、それ以前は継続して配当が行われてきたことや、一定期間、利益配当に係る期待値によって評価された価格により株式売買が行われてきたことを考慮すると、配当還元法を採用することが適切であり、同法によれば、1株あたりの評価額は1500円であると算定した。</p>
平成16年 2月19日	Z：取締役会において、払込期日を平成16年3月24日として、1株1500円で新株4万株を発行する旨の決議がなされた。
平成16年 3月8日	Z：株主総会において、新株4万株の発行について特別決議がなされたが、Yが「特二有利ナル発行価額」をもって株主以外の者に対して新株を発行することを必要とする理由の説明を行うことはなかった。

その後	<p>Z：平成15年度の決算は増収増益となり、1株あたり100円の配当を行った。平成16年度には、1株あたり150円の配当を行い、平成17年度には商品の売れ行きが好調となった。</p> <p>平成18年2月には1株を10株にする株式分割を行い、同年3月には新株22万株を1株900円（株式分割前の価格では9000円に相当）で発行した。</p>
-----	---

### 3 原審（東京高等裁判所判決平成25年1月30日＝資料2。なお、同判決は第1審東京地方裁判所判決平成24年3月15日＝資料3をほぼ引用）

#### （1）結論

本件新株発行は「特二有利ナル発行価額」で行われたと判断。

#### （2）理由 \*本判決（最高裁判決）中の原審判決引用部分を参照

Zの株式は、平成12年5月時点で1株1万円程度、平成18年3月時点で1株（株式分割前）9000円程度の価値を有していたというべきところ、DCF法によれば平成16年3月時点の価値は1株7897円と算定されるのであって、これに諸般の事情も合わせ考慮すると、本件新株発行における公正な価額は少なくとも1株7000円を下らないというべきであるから、本件新株発行の発行価額（1株1500円）は「特二有利ナル発行価額」に当たる。

### 4 本判決の判断

#### （1）結論

本件新株発行は「特二有利ナル発行価額」で行われたわけではないと判断

#### （2）理由

ア 非上場会社の株価の算定については、簿価純資産法、時価純資産法、配当還元法、収益還元法、DCF法、類似会社比準法など様々な評価手法が存在しているのであって、どのような場合にどの評価手法を用いるべきかについて明確な判断基準が確立されているというわけではない。また、個々の評価手法においても、将来の収益、フリーキャッシュフロー等の予測値や、還元率、割引率等の数値、類似会社の範囲など、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。株価の算定に関する上記のような状況に鑑みると、取締役会が、新株発行当時、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を決定していたにも関わらず、裁判所が、事後的に、他の評価手法を用いたり、異なる予測値等を採用したりするなどして、改めて株価の算定を行った上、その算定結果と現実の発行価額とを比較して「特二有利ナル発行価額」に当たるか否かを判断するのは、取締役らの予測可能性を害することともなり、相当ではないというべきである。

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。

イ これを本件についてみると、A会計士は決算を初めとする各種の資料等を踏まえて株価を算定したものであって、A会計士の算定は客観的資料に基づいていたといえることができる。

A会計士は、Zの財務状況等から配当還元法を採用し、従前の配当例や直近の取引事例などから1株あたりの配当金額を150円とするなどして株価を算定したものであって、本件のような場合に配当還元法が適さないとは一概には言い難く、また、A会計士の算定結果の報告から本件新株発行に係る取締役会決議までに4箇月程度が経過しているが、その間、Zの株価を著しく変動させるような事情が生じていたとしようかがわからないから、同算定結果を用いたことが不合理であるとはいえない。これに加え、本件新株発行の当時、Yらによる買取価格、Zによる買取価格、Yが提案した購入価格、株主総会決議で変更された新株引受権の権利行使価額及び自己株式の処分価格がいずれも1株1500円であったことを併せ考慮すると、本件においては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ことができる。

そして、Zの業績は、平成12年5月以降は下向きとなり、しばらく低迷した後上向きに転じ、平成18年3月には再度良好となっていたものであって、平成16年3月の本件新株発行における発行価額と、平成12年5月及び平成18年3月当時の株式の価値とを単純に比較することは相当ではなく、他に上記特別の事情に当たるような事実もうかがわからない。

したがって、本件新株発行における発行価額は「特二有利ナル発行価額」には当たらないというべきである。

## 5 本判決の意義

### (1) 株価の鑑定手法（前提）

そもそも、どのような場合にどの鑑定手法を用いるべきかについて明確な判断基準が確立されているというわけではない。

非上場会社の株価の鑑定手法については、株式譲渡、第三者割当、少数株主による株式買取請求権、相続などでも同様の問題が生じ得る。

#### \*純資産に着目

##### ・簿価純資産法

$$\text{簿価純資産} \div \text{発行済株式数}$$

##### ・時価純資産法

$$\text{時価純資産} \div \text{発行済株式数}$$

#### \*配当に着目

##### ・配当還元法

$$(\text{将来予測される配当額} \div \text{資本還元率}) \div \text{発行済株式数}$$

#### \*収益・利益に着目

##### ・収益還元法

$$(\text{将来予測される利益} \div \text{資本還元率}) \div \text{発行済株式数}$$

##### ・DCF法

$$\text{将来予測される収益の割引現在価値} \div \text{発行済株式数}$$

#### \*その他

##### ・類似会社比準法

類似の会社，事業の資産，利益等の複数の比準要素を比較

(2) 本判決以前の下級審裁判例

様々な株式評価手法のうち、裁判所が適切と考えるものを用いて算定し、発行価額が「特二有利」といえるか否かを判断するものが多かった。

- ・大阪地方裁判所岸和田支部判決昭和47年4月19日  
→ 配当還元方式
- ・佐賀地方裁判所決定昭和51年4月30日  
→ 純資産方式
- ・東京地方裁判所判決平成4年9月1日  
→ 時価純資産方式を基本としつつ、会社の資産状態、収益状態、配当状況、株式の流通性などの修正要素を加味

(3) 本判決について

非上場会社における新株発行価額が「特二有利ナル発行価額」に当たるか否かにつき、最高裁判所として初めて判断手法を示した。

**第1審・原審**

- ・「公正な価額」というものが存在することを前提に、本件新株発行が行われた平成16年3月当時は、約3年間にわたる業績不振から脱出したばかりで、依然として多額の含み損を抱える不安定な状況にあったものの、業績回復の道筋をつけつつあったことなどを考慮して、将来の収益能力に着目したインカム・アプローチに加えて、静態的価値に着目したネットアセット・アプローチによる評価結果等も考慮しながら総合的に判断するのが相当とした。
- ・そのうえで、DCF法に修正を施して1株当たりの株式価値が7897円であると算定。
- ・裁判所は、従前の下級審裁判例の傾向と同じく、裁判所が適切と考える手法で公正価額を検討。
  - ← しかし、そもそもどのような場合にどの評価手法を用いるべきかについて明確な判断基準が確立されているというわけではない。

## 本判決（最高裁判決）

- ・取締役が依拠した算定書の合理性を裁判所が審査し、その合理性が認められればそれ以上に裁判所が株式価値の評価に立ち入らずに有利発行該当性を否定した点に特徴。

\* 上場会社（＝取引所価格が存在）の株価算定手法について

最高裁判所第三小法廷判決昭和50年4月8日

「客観的な資料に基づいて・・・考慮要因が斟酌されているとみることができ、そこにおいてとられている算定方法は・・・公正発行価額の趣旨に照らし一応合理的であるというを妨げず、かつ、その意見に従い取締役会において決定された右価額は、決定直前の株価に近接しているということができる。このような場合、右の価額は、特別の事情がないかぎり・・・「著しく不公正ナル発行価額」にあたるものではないと解するのを相当とすべく・・・」

→ 市場株価との近接という制約

日本証券業協会「第三者割当増資の取扱いに関する指針」も参照

- ・本判決は、平成17年改正前商法の事件ではあるが、現在の会社法についても射程が及ぶとされている。

\* 会社法199条3項

「・・・払込金額が募集株式を引き受ける者に特に有利な金額である場合には、取締役は、前項の株主総会に於いて、当該払込金額でその者の募集をすることを必要とする理由を説明しなければならない。」

## 6 非上場会社による第三者割当

・取締役又は従業員への発行

→ 設備投資資金及び運転資金を調達するとともに、役員や幹部従業員に株式を保有させて経営への参画意識を高めさせることを目的として株式を発行（本件）

・M&A

→ 買収予定者に、株式を発行

\* 株式譲渡を行う場合との比較