

1

横河電機製作所事件

— 買取引受時における公正な価額の判断基準 —

The Financial and Business Law Precedents

西南学院大学法学部准教授

一ノ澤直人

I 事案の概要

訴外株式会社横河電機製作所（以下、「横河電機」）が発行した新株を、被告証券会社2社（被控訴人・被上告人）が買取引受を行った。横河電機の取締役会の決議に基づき、1株320円の発行価額で150万株（各々75万株）を引き受けていた。この発行価額の決定については買取引受を行った被告2社の意見に基づいて行われたものである。本件新株発行を、横河電機の取締役会が決議した日における終値である証券取引所で現れた時価1株370円よりも、非常に低く、さらに被告2社は、引受手数料として1株あたり9円の交付を横河電機から受けていることから、実質引受価額は1株311円であり、被告2社の引受けは、著しく不公正な価格によるものであるとして、本件買取引受後に株主となった原告（控訴人・上告人）が、差額相当金額を横河電機に支払うことを請求した事案である。第1審、原審ともに原告の請求を棄却している。

II 判決要旨

「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額、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。」

「発行にかかる本件新株（記名式額面普通株式、一株の金額五〇円）の発行価額は、本件新株を買取引受の方式によつて引受けた証券業者である被上告人らが昭和三六年一月七日に横河電機に対して具申した意見に基づき、同月九日の取締役会において右意見どおり決定されたものであるところ、右意見は、具申の前日である同月六日の終値三六五円、前一週間（昭和三五年一月二六日から昭和三六年一月六日まで）の終値平均三五九円一七銭、前一月（昭和三五年一月二七日から昭和三六年一月六日まで）の終値平均三五〇円二七銭の三者の単純平均三五八円一五銭から、新株の払込期日が期中であつたので、配当差二円四一銭を差引いた三五五円七四銭を基準とし、横河電機の株式の価額動向としては人気化していたため急落する可能性が強く、過去六年間における一か月以内の下落率の大勢は一〇ないし一四パーセントに集中していたこと、その売買出来高が昭和三五年九月から同年一月まで一日平均一九万三〇〇〇株であるのに比べると本件公募株数は一五〇万株の大量であること、その他、当時における株式市況の見通し等を勘案すれば、本件新株を売出期間中に消化するためには前記基準額を最低一〇パーセン

ト値引する必要がある等の事由による減額修正をして、発行価額としては一株あたり三二〇円をもつて相当とするというのである。このように、右の意見が出されるにあたっては、客観的な資料に基づいて前記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前記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、商法二八〇条ノ一に定める『著シク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、右価額が当該新株をいわゆる買取引受方式によつて引受ける証券業者が具申した意見に基づきその意見どおり決定されたとの前記事実も、右の意見の合理性が肯定できる以上、それだけで右の判断を異にすべき理由にはならない。そして、本件新株の発行後横河電機の株価が値上りしたことは原審の確定するところであるが、本件発行価額決定時点においてそのことが確実であることを保証する事実が顕著であつたとはいえないとする原審確定の事実関係のもとにおいては、右値上りの事実をもつて特別の事情と認めるには足りず、他に特別の事情を認めるに足る事実関係のない本件においては、本件発行価額が『著シク不公正ナル発行価額』であるということではできないのである。』

III 分析と展開

1 公正な価額

本判決は、商法旧規定280条ノ11により、取締役と通じて不公正な発行価額による新株の引受人に対する株主による代表訴訟において、証券会社による買取引受の価額が「著しく不公正な発行価額」とはいえないとした事件である(注1)。その後の株主割当以外の公募、第三者割当における公正な価額とは何かという議論に大きな影響を与えた重要な最高裁判決といえるだろう。なお会社法では、212条1項1号において著しく不公正な払込価額で募集株式を引き受けた者は、公正な価額との差額の支払う義務を負うとされている。

公正な価額とは何かということは、市場価格との関係で、まず問題になるといえる。公開会社で

あって、市場で価額が形成されるような会社の株式については、公正な価額とは、既存株主の保護のため、原則として、本判決が述べるように市場価格であるとされる。

それでは、市場価格より低い価格での払込みをした場合に、直ちに不公正な価額となるのかということである。例えば本件のように証券会社による株式の買取引受において、株価の下落等を考慮に入れて時価を下回る価格での引受けについても公正な価額であるかということである。

まず、この公正な価額、言い換えれば公正な価額ではないということは、どのように考えられてきたのだろうか。従来商法旧規定280条ノ11における著しく「不公正な発行価額」について、旧株の市価または会社財産および営業の状況からみて不当に低い発行の意味であり、そのいわゆる発行価格とは現実に割当てがなされた価額をいうと考えられてきた(注2)。また、著しく不公正な価額も、有利発行における特に有利な価額も同じものと考えられている。株主総会の特別決議があれば不公正発行として差止めや本条の義務を負わないとされてきた(注3)。そして、既存株主に経済的損失を与えないように、株式の時価を基準とする公正な価額で発行しなければならないことを原則とし、取締役会で発行価額を決定してから引受人が新株を入手するまでの間に株価が下落する可能性があることを考えると、時価そのものではなく、時価をある程度下回っても、なお公正な発行価額と考えられてきた(注4)。

2 公正な価額の判断要因

それでは、市場価格以外の判断要因があるとして、これらの判断要因に何が含まれるかについて、判例・学説で考え方が分かれてきた。本判決は「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」であるとしている。

これに対して、新株の消化可能性を考慮に入れることは、企業提携時の第三者割当などで、相当に低い発行価格も考えられ、本判決が判断要因とする新株発行の消化を含ませるべきではないとする考え方が示されてきた(注5)。

それでは、株式の買占め、企業提携や資本参加

により、株価が高騰した場合は、公正な価額とはどう判断されるべきであろうか。本判決以前の下級審判決においては、「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、その市場価格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格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」(注6)、あるいは「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」と判示したものがあり(注7)、決議日前日の株価の半額以下の発行価額であっても投機的高騰であるとして、著しく不公正な価額ではないとした事例がある。

この点、投機的思惑による株価であっても、市場価値を重視して新株の価格を決定すべきであるとする見解も示されてきた(注8)。

しかしながら、このような状況では、企業価値を反映していないことを理由に、特定の者の株式買占めにより株式の市場価格が急騰した時期に、現経営者が対抗措置として第三者割当による募集株式の発行等を行う場合、異常な事実を受けない段階での市場価格を基準とすべきであり、あるいはまた、第三者割当の方法による企業提携の噂が流れた途端に、市場価格が急騰し、その後に行われる急騰前の市場価格を払込金額とする当該第三者割当のような場合は、企業提携によるシナジーを既存株主と提携の相手方である募集株式の引受人とで分配することは、両提携会社間のシナジー発生への貢献割合に照らして不公正とは考えがたいとして、急騰前の市場価格を払込金額とすべきであるとの見解が示されてきている(注9)。

3 本判決以後の状況

このように公正な価額の判断要因を考えると、具体的に公正な価額といえるために、どの範囲が合理的であるのかについて、考慮する必要がある。本判決は、発行価額を証券会社が判断する前の一定期間からそれまでの下落率を参考としている。すなわち、判旨で示したように、「最低一〇パーセント値引する必要がある等の事由による減額修正をして、発行価額としては一株あたり三二〇円」とした方法に一応の合理性を認めている。当時は、時価を10パーセントないし15パーセント下回る程度であれば、事実上「特に有利な発行価額」でないと推定されると解されており(注10)、

公正な価額についても、既に述べたとおり同様に解されてきた。

本判決の影響を受け、実務的には、公正な発行価額について、証券会社による自主ルールが定められてきた。この自主ルールによれば「新株発行を決議した取締役会の直前日の終値、または、直前日を最終日とし六か月以内の任意の日を初日とする期間の終値平均に〇・九を乗じた価額以上」とされていた(注11)。その後、この自主ルールについては平成15年に改訂され、原則として増資に係わる取締役会決議の直前日の価格に〇・九を乗じた価格以上とされている(注12)。

これらの自主ルールについては、商法上の公正価格かどうかの問題と直接関係ないとされているが、ルールに示されている価格が、公正価格の一応の目安となることは認めらる(注13)。そして、これらの自主ルールが下級審判決において一定の判断基準とされている。例えば、自主ルールに従った発行価額を有利な発行価格に当たらないとした事例(注14)、また同ルールに合理性を認めてその基準をみたくさないことから公正な発行価額より特に低い有利発行であるとした事例がある(注15)。

なお自主ルールの下で、実際には時価に対するディスカウント割合は近年は3.5%台と小幅になってきているといわれる(注16)。

4 本判決による展開

本最高裁判決が示す買取引受にとどまらず、資本提携・企業提携時、加えてそれらに伴うあるいは買占め等による株価の高騰における公正な発行価額とは何であるのかを考える必要があるといえるだろう。このことは、敵対的企業買収時の防衛目的での第三者割当増資における公正な価額とは何かという議論につながるものである。本判決後の最近の裁判例においても、例えば宮入バルブ事件において(注17)、本判決が「公正な発行価額というには、その価額が、原則として、発行価額決定直前の株価に近接していることが必要であると解すべきである」という形で引用され、同事件においては「特に有利な発行」であると判断がなされ、不公正発行であるとの判断が示されている。このような点からも、本判決がその後の公正な価額についての議論に与えた影響は大きいといえるだろう。

本判決の判断基準を前提に、公正な価額をどの

ように考えるのか、具体的には市場価格を下回る場合における考慮すべき要素をどのように考えるべきかである。本件のような買取引受による場合の他に、忠実屋・いなげや事件におけるような買占めによる高騰時における価額（注18）、あるいは資本・提携時における価額（注19）、買収防衛時の第三者割当増資の場合の価額（注20）において下級審判決が示され、判断要因、株価の推移で考慮されるべき期間の長さ、判断の基準となる起算日などの具体的な基準が展開していくこととなった。それぞれの場合における公正な価額が、一定期間の市場価格の平均を基準として定まるのか、個別的な考慮要因によるのか、さらに個別的な考慮要因によるとしても、その範囲は限定されているのかなどということが重要になってきたといえる。

その意味で本判決は、買取引受にとどまらず、公正な価額についての最高裁の基本的判断を示した重要な判決であるといえよう。また、本判決以後の自主ルールが一定の役割をもってきたことは前述の通りである。さらに、公正な価額について、原則市場価格をもとに考慮するとしても、市場価格がない株式について、例えば全株式譲渡制限会社の第三者割当の場合の公正な価額とは何かについてなどの問題は残ることになる。すなわち全株式譲渡制限会社の場合、そもそも株式の市場価格が存在しないので、公正な払込金額の決定は容易ではないといわれる（注21）。

- (注1) 本判決の評釈として、以下の判例評釈を参照とした。境一郎・判評203号24頁〔判時795号146頁〕(1976年)、伊沢和平・昭和50年度重判解(ジュリ615号)81頁、川口富男・曹時28巻8号171頁(1976年)、神崎克郎・民商75巻1号123頁(1976年)、矢沢惇ほか編『商法の判例〔第三版〕』(ジュリ増刊)117頁〔岸田雅雄〕(1977年)、矢沢惇＝鴻常夫編『会社判例百選〔第3版〕』120頁〔近藤弘二〕(1979年)、鴻常夫＝竹内昭夫編『会社判例百選〔第4版〕』124頁〔近藤弘二〕(1983年)、竹内昭夫編『新証券・商品取引判例百選』32頁〔阪埜光男〕(1988年)、柿崎栄治ほか編『会社法基本判例』157頁〔河内隆史〕(同文館出版・1988年)、鴻常夫＝落合誠一ほか編『会社判例百選〔第6版〕』142頁〔中村建〕(1998年)。
- (注2) 大隅健一郎＝今井宏『会社法論中巻〔第三版〕』659頁(有斐閣・1992年)。
- (注3) 上柳克郎ほか編『新版注釈会社法(7)』309頁〔近藤弘二〕(有斐閣・1987年)、なお会社法199条2項、3項・309条2項について、江頭憲治郎『株式会社法』694頁(有斐閣・2006年)参照。
- (注4) 鈴木竹雄＝竹内昭夫『会社法〔第三版〕』

- 397頁(有斐閣・2001年)。
- (注5) 伊沢・前掲(注1)83頁、森本滋「新株の発行と株主の地位」法学論叢104巻2号23頁(1978年)によれば、新株の完全消化を目的に市場価格未満の価額で新株を発行する権限を取締役会は有していないのは、一時的に市場にある株式量が增大するため発行価額を時価より大幅に引き下げなければ完全消化をしえない場合が予想され、一時的に株価が企業の客観的価値を反映しないことになるため、旧株主の有する株式の財産価値を低下させてしまうためとされる。
- (注6) 東京地判昭和47・4・27金判326号16頁。
- (注7) 東京高判昭和48・7・27判時715号100頁。
- (注8) 阪埜光男「第三者割当と新株の発行価額」法学研究51巻11号40頁(1978年)、「企業の客観的価値に対する持分(持分価値)のほかに、株式が市場価値を有するときは、その市場価値もまた株主の経済的利益を構成するものであり、発行価額が新株引受人にとって不利に定められても、それは公正な発行価額決定に際しての公平の理念に反するものではないから、たとえ市場価格が一株当たりの企業の客観的価値より高額であっても、市場価値を度外視することは妥当でなく、むしろ市場価値を重視して新株の発行価格を決定すべき」であるとす。
- (注9) 江頭・前掲(注3)681頁以下、同『結合企業法の立法と解釈』228頁以下(有斐閣・1995年)参照。
- (注10) 有利発行について、鈴木竹雄「新株発行の差止と無効」『商法研究Ⅲ』220頁(有斐閣・1971年)。
- (注11) 社団法人日本証券業協会「中間発行増資及び第三者割当増資に関する指針」(1992年)。
- (注12) 社団法人日本証券業協会「第三者割当増資に関する指針」(2003年)。これらの詳細については、太田洋＝野田昌毅「企業買収防衛策としての第三者割当増資」太田洋＝中山龍太郎編『敵対的M&A対応の最先端』184頁以下(商事法務・2005年)参照。
- (注13) 大隅＝今井・前掲(注2)603頁。
- (注14) 東京地決平成元・9・5金判828号22頁(宮入バルブ第一次事件)、詳細は本書別稿②福島論文参照。
- (注15) 東京地決平成16・6・1金判1201号15頁(宮入バルブ事件)、詳細は本書別稿⑥木下論文参照。
- (注16) 山一証券経済研究所『増資白書1991年版』(商事1254号)34頁、また第三者割当増資の場合、平均株価に対するディスカウント率は10パーセント以内はいつているとされる(大和証券エスピーキャピタル・マーケット編『キャピタル・マーケット・レビュー2000年版』(商事1564号)10頁)。
- (注17) 前掲(注15)参照。
- (注18) 東京地決平成元・7・25金判826号11頁(忠実屋・いなげや事件)、詳細は本書別稿③久保論文参照。
- (注19) 前掲(注7)参照。
- (注20) 前掲(注15)参照。
- (注21) 江頭・前掲(注3)657頁、16頁以下参照。

Naoto ICHINOSAWA

昭和50・4・8最高裁第三小法廷判決、昭和48年(オ)第198号株主代位請求事件、上告棄却

原 審 = 昭和47・12・12東京高裁判決、昭和46年(ネ)第1315号、金判456号12頁

第 1 審 = 昭和46・4・24東京地裁八王子支部判決、昭和38年(ワ)第529号、金判456号15頁

判 決

<当事者> (編集注・一部仮名)

上告人 (原告・控訴人)	甲野太郎
右訴訟代理人 弁護士	渡辺忠雄
被告 (被告・被控訴人)	野村証券株式会社
被告 (被告・被控訴人)	大和証券株式会社

【主 文】

本件上告を棄却する。
上告費用は上告人の負担とする。

【理 由】

上告代理人渡辺忠雄の上告理由一、二について。

控訴審がその判決の理由を記載するにあつては一審判決の理由を引用することができる (民訴法三九一条) のであるから、原審のした一審判決の引用に違法はなく、また、所論指摘の主張は、ひつきよう、事実認定又は法律解釈についての主張であつて、原審がこれにつき逐一判断を示さなければならぬものではない。原判決に所論の違法はなく、論旨は採用することができない。

同一、三ないし六について。

所論の点に関する原審の事実認定は、原判決挙示の証拠関係に照らして是認することができる。

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本的寄与を求めべきものであり、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。

本件についてみるに、原審認定の前記事実によれば、株式会社横河電機製作所 (以下「横河電機」という。) 発行にかかる本件新株 (記名式額面普通株式、一株の金額五〇円) の発行価額は、本件新株を買取引受の方式によつて引受けた証券業者である被告上告人らが昭和三六年一月七日に横河電機に対して具申した意見に基づき、同月九日の取締役会において右意見どおり決定されたものであるところ、右意見は、具申の前日である同月六日の終値三六五円、前一週間 (昭和三五年一月二六日から昭和三六年一月六日まで) の終値平均三五九円一七銭、前一月 (昭和三五年一月二七日から昭和三六年一月六日まで) の終値平均三五〇円二七銭の三者の単純平均三五八円一五銭から、新株の払込期日が期中であつたので、配当差二円四一銭を差引いた三五五円七四銭を基準とし、横河電機の株式の価格動向としては人気化していたため急落する可能性が強く、過去六年間における一か月以内の下落率の大勢は一〇ないし一四パーセントに集中していたこと、その売買出来高が昭和三五年九月から同年一月まで一日平均一九万三〇〇〇株であるのに比べると本件公募株数は一五〇万株の大量であること、その他、当時における株式市況の見通し等を勘案すれば、本件新株を売出期間中に消化するためには前記基準額を最低一〇パーセント値引する必要がある等の事由による減額修正をして、発行価額としては一株あたり三二〇円をもつて相当とするというのである。このように、右の意見が出されるにあつては、客観的な資料に基づいて前記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前記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ふことができる。このような場合、右の価額は、特別の事情がないかぎり、商法二八〇条ノ一に定める「著シク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、右価額が当該新株をいわゆる買取引受方式によつて引受ける証券業者が具申した意見に基づきその意見どおり決定されたとの前記事実も、右の意見の合理性が肯定できる以上、それだけで右の判断を異にするべき理由にはならない。そして、本件新株の発行後横河電機の株価が値上りしたことは原審の確定するところであるが、本件発行価額決定時点においてそのことが確実であることを保証する事実が顕著であつたとはいえないとする原審確定の事実関係のもとにおいては、右値上りの事実をもつて特別の事情と認めるには足りず、他に特別の事情を認めるに足る事実関係のない本件においては、本件発行価額が「著シク不公正ナル発行価額」であるといふことはできないのである。これと同旨の原審判断は、正当として是認することができ、原判決に所論の違法はない。論旨

は、採用することができない。

よつて、民訴法四〇一条、九五条、八九条に従い、
裁判官全員一致の意見で、主文のとおり判決する。


最高裁判所第三小法廷

裁判長裁判官 江里口清雄

裁判官 関根小郷 天野武一

坂本吉勝 高辻正己

上告代理人渡辺忠雄の上告理由<略>

 **経済法令研究会** 162-8421 東京都新宿区市谷本村町 3-21
http://www.khk.co.jp/ TEL 03(3267)4811 FAX 03(3267)4803



- ◆ 約80年ぶりの信託法大改正について、そのすべてを一問一答形式でやさしく解説!
- ◆ 信託銀行職員中心の執筆陣が実務への影響を詳細に解説!
- ◆ 155問もの設問により、知りたいことがよくわかる!
- ◆ 信託銀行職員をはじめ、弁護士、裁判官等法曹関係者、学者、司法書士、資産流動化のプレーヤー等、信託に関わるすべての方の必携の書!

好評発売中!

天野佳洋／折原 誠／谷 健太郎 編著

● A5判 五九二頁
● 定価四二〇〇円(税込)

一問一答 改正信託法の実務