

東京高裁令和元年7月17日判決（控訴棄却）  
東京地裁平成30年9月20日判決（請求棄却）  
転換社債型新株予約権付社債の発行を巡る損害賠償請求事件

南 雅史

目次

1. はじめに
2. 事実
3. 判旨
  - (1) 有利発行該当性（法238条3項1号）
    - 1) 東京地裁判決
    - 2) 東京高裁判決
  - (2) 不公正発行該当性（法247条2号）
    - 1) 東京地裁判決
    - 2) 東京高裁判決
  - (3) 取締役の対第三者責任の有無（法429条1項）
    - 1) 東京地裁判決
    - 2) 東京高裁判決
4. 意義
5. 評価
6. 検討
  - (1) 有利発行該当性
    - 1) 原審の判示事項と控訴審における控訴人の主張
    - 2) 平成27年最高裁判決の規範
    - 3) 平成27年最高裁判決の射程
      - ①上場・非上場の別
      - ②株式と新株予約権
      - ③第三者割当と公募
    - 4) 控訴審における平成27年最高裁判決のあてはめ
    - 5) 諸論点の分析
      - ①取締役会の裁量の尊重と利益相反
      - ②客観的資料の「客観性」
      - ③市場の機能に関する評価
      - ④募集価格
      - ⑤マーケット・インパクト
      - ⑥ブックビルディング
      - ⑦特段の事情
      - ⑧一体評価と分離評価
      - ⑨小括
  - (2) 不公正発行該当性

- 1) 公募発行性
  - 2) 支配権争いの有無
  - 3) 資金調達目的
- (3) 取締役の対第三者責任の有無
- 1) 責任
  - 2) 損害
    - ①構成
    - ②本件へのあてはめ

## 1. はじめに

本件では、東京地裁（原審）において判決が下された後（平成30年9月20日）、東京高裁（控訴審）においても判決（控訴人＝原審原告の控訴棄却）が下されている（令和元年7月17日）。以下、東京地裁判決において示された論点や判断が、東京高裁判決においてどのように判断されているのかについて意識しつつ比較検討することにした。

## 2. 事実

本件は、近年の製紙業界の合従連衡を背景に、一時は技術提携等を模索した会社同士である原告X社が補助参加人Z社の取締役（Yら）を被告に、転換社債型新株予約権付社債（本件CB。なお、本件CBのうち新株予約権のみを「本件新株予約権」または「本件新株予約権部分」と、社債のみを「本件社債」という）発行による株価下落の損害賠償を請求した事案である。

原告X社は、補助参加人Z社の創業家による株式保有を解消する方策の一環として、Z株式を取得した。その後、間もなくX社とZ社との信頼関係が悪化し始めた。平成26年6月のZ社定時株主総会において、Z社の取締役選任議案をX社が反対したところ、総会後の記者会見において、Z社の取締役は、Xによる株式保有が足かせになるようであればこれを軽減する努力をしていきたい旨の発言をしていた。

平成27年9月1日に開催された取締役会において、Z社の取締役であった被告Yらが、本件CBの発行（本件発行）を決議した。本件CBがすべて行使されると、発行済株式総数の約13.9%に当たる株式が交付され、X社の議決権比率は21.96%から19.2%に低下することが予想された。X社は、本件発行は有利発行および不公正発行にあたり、Yらの任務懈怠行為であり、また、Z社の株主であるX社に対する不法行為であると主張して、Yらに対し、会社法（以下「法」）429条1項または民法709条に基づき損害賠償を求めた。X社は、Z社が、X社の再三にわたる中止要請や面会要請を聞き入れずに本件発行を強行したこと（その間に資金支援も申し出ている）、発行価格が株式の時価より大幅に低く、特に有利な条件での発行にあたるにもかかわらず、本件発行は株主総会の特別決議を経ていないこと、Z社が同月2日の市場取引開始前に、本件社債の払込金額などを公表したところ、約2週間でZ社の株価が約26.8%下落したこと、将来的に本件CBが株式に転換されれば、X社の持分法適用関連会社から外れることなどを指摘して、Yらには善管注意義務違反があり、任務懈怠があったと主張した。

なお、Z社が理論価値評価を依頼したP報告書は、ブックビルディングに先立つ平成27年9月1日付と、ブックビルディングを経た後に発行条件決定を踏まえた平成27年9月2日付の2回にわたって発行されており、本件発行によりZ社株式の市場価値が約61%下落することを本件CBの理論価値の評価に織り込んでいた。また、本件発行は公募による海外投資家向けであり、本件CBはシンガポール市場への上場が予定されていた。本件新株予約権の払込金額はゼロとされ、本件CBの募集価格は本件社債の額面総額の103.0%であったが、本件発行から平成28年7月31日までの間、本件CBの市場価格は、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。

### 3. 判旨

請求棄却（東京高裁令和元年7月17日判決においても原告＝控訴人による控訴棄却）。  
以下、東京地裁判決と東京高裁判決の判旨を順に示す。

#### （1）有利発行該当性（法238条3項1号）

##### 1）東京地裁判決

「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と当該新株予約権の公正な価値とを比較し、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、当該新株予約権付社債を引き受ける者に『特に有利な条件』（法238条3項1号）による発行（有利発行）に該当すると解するのが相当である。

…オプションの公正価値の評価に関する考え方の違いや、実務や学説等の状況に鑑みると、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、特段の事情がない限り、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）。なぜなら、取締役会が、新株予約権付社債の発行当時、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『特に有利な条件』（法238条3項1号）による発行（有利発行）に該当するか否かを判断するのは、公正価値の評価に多様な手法のある本件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の害することになり、相当ではないというべきであるからである。

…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斂させることが期待できること、…法201条2項は、募集株式の払込金額の決定の方法を定めることができると規定しているところ、ブックビルディング方式も同決定の方法にあたりと一般に解されていることが認められる。したがって、ブックビルディングを経て新株予約権の転換価額が決定された場合には、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ことができると解するのが相当である。」

##### 2）東京高裁判決

「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、当該新株予約権付社債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。

…新株予約権付社債については、その発行前にその市場価格によって当該新株予約権の公正価値を評価することはできず、新株予約権の公正価値は、オプション評価理論に基づき算出された新株予約権の発行時点における価額であるといえることはできるものの、その理論価値は常に機械的・一義的に定まるものではなく、その原資産たる株式の市場の流動性の制約により生じる執行コストを考慮すべきか否かや、考慮する場合の評価手法についても定まった見解がないことに鑑みると、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、客観的資料に基づき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える場合には、その発

行条件は、特段の事情がない限り、法238条3項1号にいう『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）。

…ブックビルディングは、これが実質的に機能すれば、具体的な発行条件を市場参加者が合理的と考える水準に取れんさせることが期待できること（弁論の全趣旨）（このため、ブックビルディング方式は法201条2項にいう『公正な価額による払込みを実現するために適当な払込金額の決定の方法』に当たると解されている。）…」

## （2）不公正発行該当性（法247条2号）

### 1）東京地裁判決

「法247条2号所定の『著しく不公正な方法』による募集新株予約権の発行とは、不当な目的を達成する手段として新株予約権発行が利用される場合をいうと解されるところ、会社の経営支配権につき争いがあり、現経営陣が、支配権を争う特定の株主の持株比率を低下させ、もって自らの支配権を維持・確保することなどを主要な目的として新株予約権を発行するときは、当該新株予約権発行は不当な目的を達成する手段として行われる場合に当たると解するのが相当である。…本件発行は第2次中期事業計画に掲げた施策の実現のための資金を調達する目的で行われたと推認するのが相当である。…本件新株予約権付社債はユーロ市場において不特定の機関投資家に対して発行されるもの…であり、Z株式の市場価格が転換社債を上回らなければ転換されず、株式の募集の場合と異なり、Xの議決権保有比率が直ちに低下することはないこと、本件発行は共同主幹事引受会社が引き受ける公募の方法によるものであって、第三者割当の場合と異なり、割当先はZないしYらの意思とは無関係に決定されるから、本件新株予約権の行使の結果、新たに株主になる者の属性や意向は不明というほかはないことから認められるところである。」

### 2）東京高裁判決

「法247条2号所定の『著しく不公正な方法』による募集新株予約権の発行とは、不当な目的を達成する手段として新株予約権発行が利用される場合をいうと解されるところ、例えば、会社の経営支配権につき争いがあり、現経営陣が、支配権を争う特定の株主の持株比率を低下させ、もって自らの支配権を維持・確保することなどを主要な目的として新株予約権を発行するときは、当該新株予約権発行は不当な目的を達成する手段として行われる場合に当たると解するのが相当である。

…Y…らZの経営陣が、本件決議の際、XのZ株式の持株比率を低下させたいとの思いを持っていたことは否定し難い。…YらZの経営陣が、本件発行によってあわよくばXのZ株式の持株比率を持分法適用の基準となる20%を下回る比率にしたいという思いを有していたこともうかがえるところである。そうすると、本件決議の頃にXとYらとの間においてZの経営支配権について差し迫った争いがあったとまではいうことはできないものの、経営支配権についての争いに準ずる争いがあったことは明らかであって、YらZの経営陣において、XのZ株式の持株比率を低下させ、Zとの持分適用関連会社関係を解消することを主要な目的として本件発行を行ったと認められれば、不当な目的を達成する手段として新株予約権発行が利用された場合に当たり、法247条2号所定の『著しく不公正な方法』による募集に該当する可能性がある。しかしながら、…本件発行は、第2次中期事業計画に掲げた施策の実現のための資金を調達する目的で行われたものであると推認するのが相当であること（少なくとも…資金調達目的がなくとも本件発行を行ったとは認められない。）、…本件新株予約権付社債は、ユーロ市場において不特定の機関投資家に対して発行されるものである上、Z株式の市場価格が転換価額を上回らなければ転換されないものであることからすれば、株式の募集の場合とは異なって、XのZ株式の持株比率（議決権保有比率）が直ちに低下することはないこと、…本件発行は共同主幹事引受会社が引き受ける公募の方法によるものであって、第三者割当の場合と異なり、割当先はZないしYらの意思と無関係に決定されるから、本件新株予約権の行使の結果、新たに株主になる者の属性や意向は不明で、新たに株主となる者がXに同調する可能性もあるのであって、本件発行は、株式の募集の場合や第三者割当の方法による新株予約権付社債の募集の場合と比べ、Xの持株比率（議決権保有比率）を低下させる確実性は弱いものであること、…YらZの経営陣とXとの間の争いも経営支配権をめぐる差し迫ったものであるとまではいえず、Yらにお

いて、本件発行によって、是非とも X の持株比率（議決権保有比率）を低下させなければならない強い動機があったとまではいえないことなどに鑑みると、Y らが、X の持株比率（議決権保有比率）を低下させ、Z の持分法適用関連会社関係を解消することを主要な目的として本件新株予約権付社債を発行したとまで認めることはできない。」

### （3）取締役の対第三者責任の有無（法429条1項）

#### 1）東京地裁判決

「調達した資金を採算性のある事業に投資して企業価値を向上させることを選択し、エクイティ・ファイナンスを実施することも、取締役の経営判断に委ねられているというべき…であり、Y らが市場株価の下落を想定しても、それ自体、直ちに善管注意義務に違反するということはできない。」

#### 2）東京高裁判決

「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とはできないから、Y らが、…補助参加人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 らが平成27年9月16日の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とはできない。」

## 4. 意義

本件は、ブックビルディング方式に基づいて発行条件を決定し、公募により発行された新株予約権付社債につき特に有利な条件による発行とはいえないとした、初めの公刊物掲載裁判例として意義を有する<sup>1</sup>。

ブックビルディングとは、引受証券会社が、新株予約権の評価算定能力が高い機関投資家等に対する需要状況調査を行い、市場動向に即した払込金額を決定するものである。公正な価格による払込みを実現するために適当な払込金額の「決定の方法」を取締役会が決定し、当該決定の方法を公告する（法201条2項、3項）場合に、ブックビルディングによる払込金額の決定が法にいう「決定の方法」にあたりと解されている<sup>2</sup>。

従来は、取締役会による払込金額の算定方法（法199条1項2号）として算式による方式（たとえば、取締役会が払込金額を具体的金額の形で決定せず、金融商品取引法上の届出の効力発生日の前日の市場終値等に一定率を乗じた値段を払込金額とする旨を決定する）も実務上見られていたが、この方式を採用する募集株式の発行等（新株予約権付社債の発行を含む）に対するヘッジファンド等の「売り浴びせ」が目立ち、その方式は殆ど採用されなくなり<sup>3</sup>、これに代替する方法としてブックビルディングが採用されるようになった。

## 5. 評価

東京地裁判決について、判示事項における実質的な理由付けが明らかではないという意味において反対。

東京高裁判決について、東京地裁判決よりも踏み込んだ検討がなされているものの、実質的な理由付けがなお明らかではない点が残るという意味において反対。

1 弥永真生「判批」ジュリスト1528号2-3頁（2019年2月）。

2 江頭憲治郎「株式会社法（第7版）」（有斐閣、2017年）721頁。大垣尚司『金融から学ぶ会社法入門』（勁草書房、2017年）506頁。

3 江頭・前掲注2）720頁。

## 6. 検討

### (1) 有利発行該当性

#### 1) 原審の判示事項と控訴審における控訴人の主張

原審は、有利発行該当性の判断にあたり、最判平成27年2月19日民集69巻1号51頁を参照しており(アートネイチャー事件)、裁判所自ら算出した公正な価値と払込金額を直接比較検討するのではなく、発行会社による発行手続の決定過程を審査している。

平成27年最高裁判決は非上場会社による新株の第三者割当発行についての判断であり、本件のような上場会社による新株予約権付社債の公募の場面に当然に当てはまるといえるのかについては検討の余地がある<sup>4</sup>。また、仮に平成27年最高裁判決の射程が及ぶとしても、利益相反が存在する場合には、なお取締役会の判断に立ち入る必要があるかどうかは別途問題となり得る。

このような観点から、原告=控訴人は、控訴審において、平成27年最高裁判決の事例と本件とでは、非上場会社であるか上場会社であるか、および、株主総会決議による決定であるか取締役会決議によるかという2点において、根本的に異なると主張している。すなわち、平成27年最高裁判決は、非上場会社においてはそもそも上場会社のような市場での株価というものがなく、客観的なよりどころがないことを理由とするものであって、市場株価を基礎とする客観的なよりどころのある上場会社による発行の場合にその射程が及ぶことはあり得ないと主張する。また、有利発行か否かの判断においては既存株主の利益の保護が不可欠であるところ、平成27年最高裁判決の事案は非公開会社を舞台とするものであり、株主総会決議により決定されていた事案であったのに対し、本件発行は取締役会で決議され、既存株主がその決定に参加する機会が与えられていなかったものであり、既存株主をめぐる利益状況が根本的に異なると主張する<sup>5</sup>。

果たして、平成27年最高裁判決が示した規範は、本件CB発行にも射程が及ぶのであろうか。この問いに答えるためには、平成27年最高裁判決が示した規範を改めて検討する必要がある。

#### 2) 平成27年最高裁判決の規範

平成27年最高裁判決が示した規範は、「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、特段の事情がない限り、有利発行には該当しないというものであった。その根拠としてあげられているのは以下の3点<sup>6</sup>であった。

第一に、非上場会社の株価の算定においては、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さまざま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ない。

第二に、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。

第三に、取締役会が、新株発行当時、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価額を決定していたにもかかわらず、裁判所が、事後的に改めて株価の算定を行った上で有利発行の該当性を判断するのは、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。

---

4 弥永・前掲注1) 3頁。

5 なお、上場会社においては取引所時価を基準とした司法審査や自主規制ルールによって株主の権利が保護されていること、非公開会社においては株主総会の特別決議を中心とした規制により株主の権利が保護されていることと比較すると、非上場公開会社については取引所時価を基準とした司法審査が適用されない(適用の仕様が無い)ため、平成27年最高裁判決のような緩やかな司法審査しか行われないとすると、上場会社や非公開会社と比べて株主保護が著しく過少になり問題であるとして、非上場公開会社においては、有利発行該当性を厳しく審査することにより、全体として上場会社や非公開会社と同等の強度の規律を維持すべきとの見解がある。津野田一馬「非上場非公開会社における新株有利発行の判断基準」法協134巻2号302-339頁。

6 久保田安彦「判批」商事法務2071号18頁。

学説は、第一と第三の根拠に対しては批判的である<sup>7</sup>。まず、第一の根拠については、各評価方法の特性は知られており、評価方法の選択は評価目的に依存すると考えられてきており<sup>8</sup>、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ないとは言い切れないし、また、たとえ明確な判断基準がないとしてもそれ故に判断を避けることは裁判所の任務から背を向けるものとして批判する見解もある<sup>9</sup>。

第三の根拠については、有利発行規制は既存株主の利益を基準とすべきであって、取締役の予測可能性を問題とすべきではなく、損害賠償責任を負う可能性のある取締役の予測可能性は過失の問題として処理すれば足りるとして批判される<sup>10</sup>。また、裁判所が口頭弁論終結時の結果に基づいて事後的に判断することは、司法判断の構造として当然との指摘も見られる<sup>11</sup>。

第一と第二の根拠は第三の根拠を導くためのものであると考えると、平成27年最高裁判決の判旨にとって最も直接的な根拠は第三の根拠ということなるが、日常的な経営判断事項として迅速性が要求されるわけではないこと、法令違反が問題となっていること、利益相反的要素が存在すること等の事情があるにも関わらず、「このように取締役の裁量という政策判断を前面に押し出した判決はかなり珍しい<sup>12</sup>」との指摘も見られる。いわゆる経営判断原則の文脈においてはそのような政策判断が重視されるが、本件CB発行は経営判断原則が適用される場面とは明らかに異なるとの指摘もある<sup>13</sup>。さらに、最高裁が示した規範に拠りつつも、当該事件においては、株式の評価が「一応合理的」とは言えない「特段の事情」があるとする批判<sup>14</sup>や、「一応」とは法的概念ではなく、司法審査の密度を読み取ることができないという批判も見られる<sup>15</sup>。

### 3) 平成27年最高裁判決の射程

平成27年最高裁判決は平成17年改正前商法の下におけるものであったが、現行法上の有利発行規制は平成17年改正前会社法と基本的に同一であるため、最高裁判決の判旨は現行法における解釈論としても引き続き意義を有すると考えられる。

しかし、本件原審判決からは、平成27年最高裁判決の射程がどのような理論構成に基づき本件に及ぶと裁判所が考えているのかは、必ずしも明らかではない。以下、検討を試みる。

#### ①上場・非上場の別

平成27年最高裁判決は全株式譲渡制限会社に関するものであった。学説には、平成27年最高裁判決が「非上場会社が株主以外の者に新株を発行するに際し」と述べていることから、平成27年最高裁判決が示した有利発行の判断基準は、譲渡制限株式の場合に限らず、非上場株式一般の場合に当てはまると理解しつつ、上場株式の場合には既に最判昭和50年4月8日民集29巻4号350頁<sup>16</sup>をはじめとする一連の裁判例が存在するため、平成27年最高裁判決の射程は及ばないとの見解がある<sup>17</sup>。原告＝控訴人も、控訴審にお

7 船津浩司「判批」法教426号23頁。

8 久保田・前掲注6) 19-21頁。杉田貴洋「判批」会社法百選（第3版）51頁。

9 黒沼悦郎「判批」金判1471号15頁。

10 久保田・前掲注6) 20、24頁。黒沼・前掲注9) 15頁。

11 門口正人「判批」金法2082号45頁。

12 吉本健一「判批」私法判例リマックス（2016年上）105頁。

13 松中学「判批」商事法務2193号37頁。

14 久保田・前掲注6) 22頁。ただし、そのことが直ちに有利発行を意味するわけではなく、別途適切な方法で株式評価を行い、その評価額と発行価額を比較検討する必要があるとする。

15 門口・前掲注11) 46頁。

16 株主割当て以外の方法による募集株式の発行等の場面において要求される払込金額が著しく不公正かどうかを判断するに際して、上場会社ではいかなる事情を考慮し得るかを明らかにした最高裁判決であり、上場株式の場合について、公正な払込金額は、払込金額決定前の株価、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株式の消化可能性等の諸事情を総合して決定すべきであると判示された。飯田秀聡＝白井正和＝松中学『会社法判例の読み方－判例分析の第一歩』（有斐閣、2017年）73頁〔白井正和〕。

17 久保田・前掲注6) 24頁。一方、どの時点の市場価格を参照するかによって幅が出ること、市場が常に効率的であるとは限らないことから、市場価格に依拠する評価方法もある程度幅のある評価方法の一つに過ぎないとして、払込金額の公正性の評価一般に及ぶとする考えも見られる。杉田・前掲注8) 51頁。飯田秀聡「判批」ジュリスト1492号98頁。

いて、平成27年最高裁判決の射程を画する基準として上場・非上場の別を挙げており、平成27年判決の射程は本件には及ばない旨を主張している。

本件において、原審は、「もともと、これから発行される新株予約権付社債については、発行ごとに市場が形成されるのが通常であるから、その発行前に市場価格によってその公正価値を評価することはできない」と述べている。また、被告Yらも、本件新株予約権付社債は、本件決議の時点では上場しておらず、市場価値がないために、オプション評価モデルに基づく評価を行っている旨を述べている。このような判旨や主張からは、裁判所は、本件CB発行を非上場に類する場合と理解した上で、平成27年最高裁判決の射程が及ぶと考えているようにも思われる<sup>18</sup>。

しかし、本件CBはシンガポール市場への上場が予定されていたことや、ブックビルディングを実施して市場の需要動向を踏まえた上で発行条件を決定するという手続、公募後の市場動向が本件CBの評価に織り込まれているという事実等を踏まえると、裁判所が、本件CBの評価や発行決議時点ではまだ上場していなかったという事実のみをもって本件CB発行を非上場の場合に引き寄せて理解しているとすれば、ややバランスを欠くようにも思われる。上場の場合に当たるとして、ブックビルディングの結果を踏まえた発行条件となっているか否か、オプション評価に織り込まれた市場条件の妥当性の有無、発行条件がそれらから乖離する場合にはその必要性などを取締役の説明させ、発行条件が市場の需給動向を反映したものであるかどうかを検証すべきであったと解する余地も十分にあるように思われる。

なお、他の解釈として、原審は、平成27年最高裁判決が示した規範の理由付けは、その文言（「非上場会社」）にも関わらず、対象会社が上場会社である場合には当てはまらないとする十分な理由はないと考えているのかもしれない。そのような立場からは、本件CB発行を非上場に類する場合と理解した上で平成27年最高裁判決の射程が及ぶという論理構成を経ることなく、本件CB発行は上場の場合に当たるとした上で、なお、平成27年最高裁判決の射程が直接及ぶということになる。しかし、このように考える場合には、その実質的な根拠や、平成27年最高裁判決の文言（非上場会社）との整合性、昭和50年最高裁判決との関係が示される必要があると思われるが、これらについての言及は原審の判示内容には見当たらない。

## ②株式と新株予約権

次に、株式と新株予約権の相違についてはどうか。原審は、新株予約権の公正価値を算出することが一義的に容易ではないとの認識を基礎にして、そのような事情はあたかも非上場会社の株価の認定において様々な評価手法が存在し、どのような場合にどの評価方法を用いるべきかについても明確な判断基準が確立されておらず、また、個々の評価手法について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指摘している。このような指摘を踏まえると、原審は、評価手法の選択や結論には一定の幅があるという点で、株式と新株予約権の評価方法には類似している点があるとの理解を前提にして、株式と新株予約権の相違によらず、平成27年最高裁判決の射程は本件にも及ぶと考えているのかもしれない<sup>19</sup>。

たしかに、新株予約権、すなわちコールオプションの価値は画一的、一義的に決まるものではないが、決して無限定ではなく、合理的な評価方法（2項モデル、3項モデル、モンテカルロ・シミュレーション、ブラック・ショールズ・モデル<sup>20</sup>）とある幅をもった合理的な評価額は認められると考えられている<sup>21</sup>。また、新株予約権については、力点の置き所は、評価方法の選択というよりも、個々の算出に伴う前提条件

18 松中学「判批」商事法務2192号12頁。

19 北村雅史「判批」法教463号135頁。松中・前掲注18）12頁。

20 本件では、原告が2項モデル及びブラック・ショールズ・モデルに依拠しており、被告はモンテカルロ・シミュレーションに依拠している。ブラック・ショールズ・モデルは特定の1日のみを権利行使日とするヨーロッパ型オプションを評価する手法であり、本件CBのように、権利行使期間満了前にオプションを行使する可能性がある場合（アメリカ型オプション）にブラック・ショールズ・モデルを用いると、オプションの価値を誤って低く評価してしまう可能性が指摘されている（田中亘「オプションと会社法」『数字でわかる会社法』（有斐閣、2013年）180頁）。配当や希薄化を考慮したブラック・ショールズ・モデルの修正について、藤田友敬「オプションの発行と会社法〔上〕－新株予約権制度の創設とその問題点」商事法務1622号（2002年）25頁注18。

21 江頭・前掲注2）790頁。

の置き方であるという点で株式とは異なるとの指摘もある<sup>22</sup>。さらに、新株予約権の価値と株式の価値とでは算定方法が全く異なるという指摘<sup>23</sup>も踏まえると、裁判所が、株式と新株予約権の評価方法には類似している点があると考えているとすれば、そのような理解はやや大雑把であるように思われる。

### ③第三者割当と公募

最後に、第三者割当と公募との相違についてはどうか。平成27年最高裁判決からは、第三者割当であることが株式の評価方法や有利発行該当性の判断に直接的な影響を及ぼした形跡は見当たらない。また、本件の原審では、第三者割当と公募の相違はもっぱら不公正発行の文脈で検討されている。このような判示を踏まえると、裁判所にとっては、第三者割当と公募の区別は、平成27年最高裁判決の射程を画する基準としては機能していない（あるいは無関係）のかもしれない。

#### 4) 控訴審における平成27年最高裁判決のあてはめ

それでは、控訴審は、いかなる理由付けにより平成27年最高裁判決の射程が本件に及ぶと考えているのだろうか。

控訴人 X は、控訴審において、平成27年最高裁判決は、「非上場会社においては、そもそも上場会社のような市場での株価というものがなく、客観的なよりどころがない」ことを理由とするものであって、市場価格を基礎とする「客観的なよりどころ」のある上場会社の場合にその射程が及ぶことはあり得ないとする。そして、本件発行が有利発行に当たらないためには「払込金額と株価の近接性」を要すると主張して、その根拠として、最判昭和50年4月8日と最判昭和51年3月23日（以下「昭和50年・51年最高裁判決」という。）を引用している。

これに対して、控訴審は、昭和50年・51年最高裁判決は、上場株式を第三者割当ての方法によって発行する場合、すなわち、発行前に株式相場による当該株式の客観的評価が存在する場合に関するものであり、本件発行の場合には昭和50年・51年最高裁判決の射程は及ばないと判示している。

控訴審は、その理由として、発行前には市場価格によってその公正価値を評価することができないこと、オプション評価理論に基づいて発行時点における価額を算定することはできるとしても、常に機械的、一義的に決まるものではなく、その原資産たる株式の市場の流動性の制約により生じる執行コストを考慮すべきか否かについては専門家の間でも見解が分かれていること、新株予約権付社債については、原資産である株式が上場株式であるとしても、上場株式の「株価」に相当するものとして、「市場株価を基礎とした確立した評価モデルにより算定される価値」を一義的に観念することはできないことなどを挙げている。

このような控訴審の判示内容をどのように理解すべきだろうか。判決文の形式論理を辿る限りでは、これらの理由付けは、昭和50年・51年最高裁判決の射程が本件発行には及ばないことを示すために挙げられているものであり、平成27年判決の射程が本件発行に及ぶことを積極的に基礎づけるためには挙げられているものではない。そのような読み方をすれば、控訴審は、なお、平成27年最高裁判決の射程が及ぶ実質的な根拠を示していないことになる。仮に、控訴審が、上記の理由付けにより、平成27年判決が本件発行に及ぶことを基礎づける意図であったとすれば、控訴審は、上記3)①（上場・非上場の別）と3)②（株式と新株予約権の別）を射程を画するメルクマールとしているように思われる。しかし、そのような読み方をする場合には、なお、各々について述べた批判に十分に答えきれていないように思われる。

#### 5) 諸論点の分析

##### ①取締役会の裁量の尊重と利益相反

裁判所によるその理由付けの有無や当否について議論はひとまず措き、平成27年最高裁判決の射程が本件にも及ぶと考え、裁判所が自ら算出した公正な価値と払込金額とを直接比較検討するのではなく、発行会社による発行手続の決定過程を審査する立場を取るとしても、それ自体がただちに不当とはいきれない<sup>24</sup>。しかし、本件のように、潜在的な利益相反が存在し、発行会社の取締役会の判断に必ずしも信頼が

22 松中・前掲注18) 12頁。

23 弥永真生『会社法の実践トピックス24』（日本評論社、2009年）276頁。

24 行岡睦彦「判批」私法判例リマックス（2019年下）80頁。

おけない場合には、取締役会の裁量判断に立ち入る必要があると考えられる<sup>25</sup>。このような意味で、原審、控訴審共に、取締役会の裁量を尊重できる（すべき）場合とそうでない場合を区別せずに、最初から裁量を尊重するものとなっている点で問題がある<sup>26</sup>。

平成27年最高裁判決で問題となったのは非公開会社であり、有利発行であるかどうかにかかわらず株式等の発行には株主総会の特別決議が必要となるため（法199条2項、309条2項5号）、株主によるコントロールが最終的には担保されているとは言える。しかし、上場会社においては、経営陣に敵対的な者が株式を取得することも一般論としては自由にできることから、支配権争いの可能性を高め、利益相反は一層深刻になり得る。しかし、原審の判旨からは、利益相反の文脈を考慮した形跡は伺われず<sup>27</sup>、控訴審においても同様と思われる。

#### ②客観的資料の「客観性」

原審、控訴審は、専門家が一定の評価手法を用いて本件 CB 発行に係る新株予約権部分の評価を行うことが「客観的資料に基づく一応合理的な算定方法」であると理解している。

新株予約権を第三者に割り当てる事例における分析であるが、証券会社は、発行市場におけるアンダーライター（引受人）としての立場と、流通市場における投資家としての立場を使い分け、リスクを負うことなく、ほぼ確定したリターンを確保できる点や、流通市場との間で情報の非対称性を高めることでより大きな収益が得られるといった点が指摘されている。また、アンダーライター（引受人）である証券会社が投資プロジェクトの収益性に関心を持たないというインセンティブ上の問題も指摘されている<sup>28</sup>。

本件 CB 発行に関与した証券会社について、このような事情が存在していたのかどうかを判旨が検討した様子は伺われない。一般論としては、原告＝控訴人 X と被告 Y らとの間で資金調達方法をめぐる争いがある状況において、一方当事者である被告 Y らの取締役によって選定された専門家の中立性が損なわれる可能性が全くなかったとは言い切れないのではないだろうか。このような意味において、資料が「客観的」であるか否かの判断において、発行会社と引受証券会社や専門家との関係や、引受証券会社や専門家の動機といった側面も含まれるべきであったように思われる。

#### ③市場の機能に関する評価

原審、控訴審は、ブックビルディングの文脈においては、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斂させることが期待できるとして、ブックビルディングの文脈においては市場の機能をポジティブに評価しているように思われる。一方、本件 CB 発行公表後に株価が下落したことについては、短期的で経験則上よく観察される事象であるとして、それ以上の検討を加えていない。

もし市場が合理的であれば、本件 CB 発行公表後の株価の下落は、Z が「市場性のある事業に投資して企業価値を向上」させる計画や見通しを有していないと市場が正当に評価していることの表れ<sup>29</sup>と受け取ることが自然でありうるところ、原審、控訴審共に、このような発想には及んでおらず、また、その理由は明らかではない。

#### ④募集価格

原審、控訴審は、本件 CB の実質的な対価の算定にあたり募集価格を用いている。募集価格を用いる理由として、①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（共同主幹事引受会社が発行会社に払い込む金額）の差額を受領する方式を採用している場合には、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こと、②引受手数料は、新株予約権を引き受けるとともに投資

25 田中・前掲注20) 183頁。行岡・前掲注24) 80頁。

26 松中・前掲注18) 12頁。

27 松中・前掲注18) 12頁。

28 鶴沢真＝大村敬一「新型エクイティ・ファイナンスの評価と内在する問題－新株予約権の第三者割当による公募増資代替スキーム」『早稲田大学ビジネス・ファイナンス研究センター Working Paper Series』(2018年4月)。

29 弥永・前掲注1) 3頁。なお、本件控訴審において、原告＝控訴人 X は、本件 CB 発行に関連する資料の時間関係を分析した上で、本件 CB 発行の準備にあたり、証券会社や評価専門家との間で一定期間にわたる打合が必要であるとして、利益相反や通謀のおそれが実質的に存在していたと主張していた。

家に対して募集をかけてこれを売り捌くための手数料等として、発行価額とは無関係に、補助参加人Z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いることを挙げている。その上で、上記差額部分は発行価額から控除すべきではなく、募集価格を用いるべきであるとする。

しかし、引受手数料は発行会社が証券会社に対して発行会社の負担において支払うべきものであって、新株予約権者が支払うべきものではない。有利発行に関する規律は、既存の株主と新株予約権の引受人との間の富の移転に関する規律であることから<sup>30</sup>、比較すべき対象をそろえる必要がある。比較すべき対象は、株主や新株予約権の引受人が支払うべき株式や新株予約権そのものの価値であって、これに引受手数料が混在してしまうと、比較の対象がそろっていないことにはならないだろうか。

もし引受手数料を公正価値の評価に反映させるとすれば、証券会社は投資家として行動しているという前提に立つことになると思われるが、その証券会社が本件CB発行に係るスキームを提供し、価値評価にあたってアドバイザーとしての役割を果たしていたとすれば、補助参加人Zとの間では利益相反のおそれがあり、また、Zの取締役Yらとの間では通謀があったと評価する余地が生じるようにも思われる<sup>31</sup>。

なお、会計学においては、株式や（新株予約権付社債を含む）社債を発行する際に生じる株式交付費や社債発行費等は、原則として、支出時に費用として処理され、例外的に、繰延資産に計上した上で一定期間にわたり償却することが認められている。しかし、これらの費用を、株式や新株予約権それ自体の評価に反映させるとの考え方は少なくとも取られていないようである<sup>32</sup>。

#### ⑤マーケット・インパクト

本件CBの評価にあたり、補助参加人Zのオプション評価機関は、Zの将来の株価変動をシミュレーションする際、発行会社の行動として、割当日から2年後以降、130%コールオプション条項による繰上償還が可能となった場合には、可能となった日から30日以内に当該条項による繰上償還を行い、満期日において残存する新株予約権付社債があれば額面で償還するとの前提を置き、社債保有者の行動として、発行会社が130%コールオプション条項による繰上償還を発動した場合には普通株式への転換を行い、これにより得た普通株式を売却する、それ以外の場合には満期日まで転換を行わず、満期日において株価が転換価額よりも高ければ株式に転換し、低ければ額面での償還を受けるとの前提を置いた。このような前提を踏まえて、評価機関は、将来の発行済株式総数の増加を嫌気する既存株主等が、Z株式を断続的に売却すること、これにより、本件CBの割当日から2年間で、本件CBがすべて転換された場合に発行される約2,000万株に相当するZ株式が市場で売却されることを想定し、これによるマーケット・インパクト（61.12%）を評価に織り込んでいた。

このような前提については、マーケット・インパクトを考慮すること自体が新株予約権の許容方法の手続として妥当であるのかという問題があり得る。この点が仮に妥当であるとしても、次に、どの程度の水準のマーケット・インパクトを想定することが適切かという点が問題となる。後者について、原審は、マーケット・インパクトの具体的な考慮要素として、流動性の制約と、永続的に生じる希薄化の影響を考慮することを認めている。このうち、希薄化については、本件CBの割当日から2年間で、本件CBがすべて転換された場合に発行される約2,000万株に相当するZ株式が市場で売却されることを想定することは、一定の経済合理性を有する行動であると判示されている。しかし、効率的な市場では、新株予約権が一旦発行されれば潜在的な希薄化の影響は速やかに株価に反映され、新株予約権の行使段階で新株予約権者のペイオフに更なる影響が生じるわけではないと考えれば<sup>33</sup>、2年間という時間幅の中で希薄化の影響が生じるという前提それ自体に疑問の余地がないとはいえない。

また、マーケット・インパクトを考慮する前提とされている130%コールオプション条項による繰上償

30 弥永・前掲注23) 276頁。

31 弥永・前掲注23) 277頁。久保田安彦『企業金融と会社法・資本市場規制』（有斐閣、2015年）163頁。

32 伊藤邦雄『新・現代会計入門（第3版）』357-358頁。

33 松中・前掲注18) 17頁脚注36。

還が実行される蓋然性<sup>34</sup>についても検討の余地があると思われる。確かに、株主の利益を考慮して、株価が転換価額を超えている場合に、Zが繰上償還を行う可能性はゼロではないが、判示された資金用途による限りでは、本件CBによる資金調達額（約300億円）のうち、社債の償還資金の一部として約51億円が充当されることとされており、残りは生産設備の増強、設備更新等のために費消されることとされていた。そうだとすれば、設備投資や設備更新、社債の償還等のために新たに調達される資金（本件CB）が早期に繰上償還されるという仮定自体が、本件CBの資金用途との関係においてやや背理とも思われ、その前提が吟味されるべきであるようにも思われる。

これらの他、繰上償還が行われる可能性を排除しない立場においても、市場金利よりも表面金利（本件CBではゼロ）が高くなる場合を除いて、繰上償還するインセンティブは考えにくいようにも考えられる。なぜなら、Zとしては、余剰資金が生じて償還せずに運用した方が有利であるし、余剰資金が十分にはない場合には繰上償還を行うことは経営判断としても適当ではないはずだからである<sup>35</sup>。また、仮に上記の設備投資などが功を奏したとすれば、その好影響は将来の株価にも反映され、株価を押し上げる方向に働くとも思われるが、裁判所がこの点を考慮した形跡はない。投資が功を奏した結果繰上償還に充当すべき余剰資金が十分に発生した場合でも、なお、社債の発行条件次第では、繰上償還が実行される蓋然性は必ずしも高いとは言い切れないのではないだろうか。

#### ⑥ブックビルディング

原審、控訴審は共に、ブックビルディングの望ましさ一般を挙げているにとどまる。ブックビルディングが「実質的に機能すれば」という留保が付されている一方、実質的に機能するとはどのような状態なのかは具体的に示されておらず、本件において実質的に機能していたかどうかを評価した形跡も見られない。ブックビルディングという仕組みを利用しているという外形的事実のみをもって客観的資料に基づく一応合理的な算定方法であるとしており、本件で行われたブックビルディングの結果や、それを踏まえた被告Yらの判断過程についてはほとんど言及するところがない。

たとえば、仮条件における下限（3%）を下回るアップ率（0.98%）が決定されたのはいかなる理由によるのか、具体的な事情は何ら認定されていない。予測の間違いや事情の変化もあり得ることから、仮条件を下回るアップ率を定めることが直ちに有利発行に結びつく訳ではないが、そこで合理的な判断がなされたか否かは、ブックビルディングそれ自体の過程とは異なり、ブックビルディングを踏まえた取締役（会）の判断の妥当性の問題として別途問題となり得る。この点の判断がなされていない点で、まったく審査をしていないに等しいとの指摘<sup>36</sup>もある。

#### ⑦特段の事情

原審では、オプション評価手法の選択や、基礎となる数値や前提条件の設定など、公正価値の算定根拠の合理性は審査されておらず、これらは「特段の事情」として問題としての位置づけが与えられているに過ぎなかった<sup>37</sup>。

一方、控訴審では、本件新株予約権付社債は、客観的資料に基づき一応合理的な算定方法によってその発行条件が決定されたということができるとしつつ、その場合であっても、「特段の事情」があれば有利発行に当たることはあり得るとする。控訴審では、本件新株予約権の実質的対価と理論上算定される価値（評価方法等について見解の相違がある中での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場合には「特段の事情」があるとして、「特段の事情」の有無について検討が加えられている（結論としては「特段の事情」の存在は否定されている）。

控訴審は、まず、本件新株予約権の理論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

34 ここでいう蓋然性とは、繰上償還条項が存在していても、取引所や業界団体の自主規制により、現実に行使されることが稀であるという観点からではなく、繰上償還条項の行使にそのような制限がない場合に、なお繰上償還条項を行使することが新株予約権者の経済合理的な行動として説明できるかという観点からの蓋然性である。藤田友敬「株式会社の企業金融」法教269号133頁。

35 弥永・前掲注23) 275頁

36 松中・前掲注18) 14頁。

37 行岡・前掲注24) 81頁。

自体が不合理であるとはいえないと指摘する。その上で、P 報告書の前提は、本件新株予約権の保有者はすべて最短で2年後、同社債の繰上償還条項の発動を受けて転換権を行使し、それにより取得した株式を一度に市場で売価すること、これにより約61%のマーケット・インパクト（株価下落）が生じることを見越した補助参加人の既存株主は、2年間かけて補助参加人株式の断続的売却を行い、その結果、2年間で約61%の株価下落が生じることを前提とするものであって、本件新株予約権付社債の割当日以降の株価動向にも照らしつつ、そのような前提の経済合理性には疑問を抱かざるを得ないと判示している。

また、控訴審は、P 報告書が、マーケット・インパクトの算定に当たり市場における裁量執行を支援するために用いられる TCA を使用したこと、既存株主が2年間かけて断続的に補助参加人株式約2,000万株を売却するとの前提を置いたにもかかわらず、約2,000万株の補助参加人株式を市場で一括売却した場合のマーケット・インパクトの数値（約61%）を用いることについては、通常、売却コストは断続的売却のほうが一括売却よりも小さいはずであるから、両者を等価と考えている点について合理性に疑問があるとも指摘している。

しかし、結論としては、本件発行が極めて大規模であったことから、本件発行が補助参加人株式の市場価格に何らの影響も及ぼさないとは考え難いとして、マーケット・インパクトを考慮すること自体を不合理ということとはできないとしつつ、オプション評価については一定の幅が認められるところ、妥当とされる評価幅の下限値を下回る場合にはじめて特段の事情の有無を吟味すべきとする判断枠組を示した上で、P 報告書による本件新株予約権の理論価値については、その合理性に疑問があるものの、それがあり得ないものであるとまではいうことはできないとして、本件証拠関係の下では、下限値を下回ると認定すべき証拠はないとして、控訴人 X による有利発行の主張を斥けている。

このような控訴審の判断枠組みをどのように理解すべきであろうか。「合理性に疑問があるものの、それがあり得ないものであるとまではいうことはできない」事象とか、「妥当とされる評価幅の下限値」というべきものとは、それ自体が一定の規範的評価を含む概念である。そのようなものだとしても、やはり、具体的な問題を画する基準としてはやや広漠に過ぎる印象が残る。「合理性に疑問があるものの、それがあり得ないものであるとまではいうことはできない」事象とは、その「あり得なさ」の捉え方次第では、全事象であるようにも思われる。

なお、平成27年最高裁判決にいう特段の事情が、価格算定過程における事情を指すのか、歪んだ動機など取締役会の判断過程における事情を指すのかは必ずしも明らかではないとの指摘が見られたところ<sup>38</sup>、控訴審では、価格算定過程における事情が特段の事情にあたると判示されたものと解される。控訴審において特段の事情として考慮されているのは、つまるところ評価における前提の置き方という技術的な側面であり、市場の消極的な反応にもかかわらず漫然と本件 CB 発行に踏み切ったかどうかという主観的側面は、特段の事情としては挙げられていない。本件では、利益相反の存在やブックビルディングの結果を踏まえた判断過程をより実質的に審査することにより、歪んだ動機としての特段の事情に該当する事実が明らかになっていた可能性がないとはいき切れないように思われるところ、このような点を「特段の事情」の有無の観点から審査するには及んでいない。

#### ⑧ 一体評価と分離評価

本件では、新株予約権の評価方法について、オプション評価理論<sup>39</sup>に基づいて算出された新株予約権の発行時点における公正価値と新株予約権の実質的な対価を比較して有利発行該当性を判断している<sup>40</sup>。

転換社債の場合、新株予約権が行使されると社債は消滅することから、新株予約権と社債とは分かちがたく結びついているため、転換社債を新株予約権部分と社債部分に分けることはせずに、これを一体として評価すべきとの見解も見られる。その一方<sup>41</sup>、新株予約権の対価と社債の評価の対価とでは、明らかに社債の算定のほうが容易であり、かつ、信頼性の高い数値が得られることが一般的であるとの指摘も見ら

38 門口・前掲注11) 47頁。

39 江頭・前掲注2) 789頁。

40 東京地決平成19年11月12日金判1281号52頁（オートボックス事件）。

41 田中・前掲注20) 184頁。

れる<sup>42</sup>。

本件では、裁判所が上記のような一体評価と分離評価のいずれかの立場に依拠した上で自ら公正価値を算定しているわけではないことから、本稿ではこれ以上立ち入らない<sup>43</sup>。

#### ⑨小括

以上の検討により、次のように考える。

本件 CB 発行の有利発行該当性を判断するにあたり、発行条件の判断過程に焦点を当てる平成27年最高裁判決の規範を適用する場合であっても、仮条件の設定やブックビルディングの結果を踏まえた発行条件の判断過程をほぼ審査することなく、ブックビルディングを行った一事をもって客観的な資料に基づく一応合理的な算定方法であると判断している点は、発行条件の判断過程を審査していることにはならないのではないかと考える。

また、本件 CB 発行の公表後、市場に株価が下落したことから、補助参加人 Z が「市場性のある事業に投資して企業価値を向上」させる計画や見通しを有していないと市場が評価していることの表れであること、あるいは、原告＝控訴人 X と補助参加人 Z との間の関係悪化が企業価値を毀損していると市場が評価していると受けとめた上で、取締役会としては発行の適否を慎重に再検討すべきで余地があったのではないかと考える。

### (2) 不公正発行該当性

株式や新株予約権の発行が著しく不公正な方法（法210条2号、247条2号）によるものかどうかを判断するために裁判例<sup>44</sup>において採られてきた基準は、それが現経営陣の支配権維持・確保を主要な目的とするものかどうかという「主要目的ルール」である<sup>45</sup>。裁判例の大半は、たとえ支配権の争奪等の目的がなかったとは言えない場合でも、会社に資金調達の実効性があることだけを認定して、資金調達目的であると認定し、不公正発行ではないという結論を導いているといわれる<sup>46</sup>。

学説上は、支配権争いが生じている場合に、大量の募集株式を第三者割当ての方法で発行する場合には、支配権の争奪、維持の目的が事実上推認されるとして、会社がそれを覆すためには、単なる資金調達の必要性に加えて、第三者割当てを必要とする会社の事業目的についても十分な合理性を持つ説明をしなければならぬという見解が有力である<sup>47</sup>。

#### 1) 公募発行性

原審は、不公正発行該当性の判断にあたり、著しく不公正な新株発行であるかどうか争われた事案において公募発行が第三者割当て増資の場合に比して経営陣に反対する株主らの支配権を減弱させる確実性が弱いこと<sup>48</sup>を不公正発行該当性を否定する一つの論拠とした裁判例（東京地決平成29年7月18日金判1532号41頁およびその抗告審である東京高決平成29年7月19日金判1532号57頁）を踏まえて、本件 CB にも同様の理が妥当するとした。

一方、控訴審では、公募発行であることを不公正発行該当性を否定する一つの論拠として引用しつつも、上記の東京地裁、東京高裁判決を直接には引用していない。その理由は明らかではないが、上記の裁判例では個々の資金使途の合理性にかなり踏み込んで審査されているのに対し、本件ではそこまで厳密な審査は行われていないという違いによるものかもしれない。

---

42 弥永・前掲注23) 270頁。

43 転換社債における一体評価、分離評価を検討したものとして久保田・前掲注31) 153頁。なお、松中・前掲注18) 11頁は、本件におけるブックビルディングは、新株予約権全体の価値を確認するものとして一体評価と整合的であるとするが、行岡・前掲注24) 80頁は、新株予約権部分と社債部分とを分離して評価する考え方を示すものとする。

44 東京高決平成16年8月4日金判1201号4頁（バルシステム24事件）、東京高決平成17年3月23日金判1296号10頁（ニッポン放送事件）、東京地決平成20年6月23日金判1296号10号（クオンツ事件）等。

45 中東正文＝大杉謙一＝石渡学編『M&A 判例の分析と展開Ⅱ』（経済法令研究会、2010年）63頁〔田中亘〕。

46 高橋美加＝笠原武朗＝久保大作＝久保田安彦『会社法（第2版）』（弘文堂、2018年）298頁。

47 洲崎博史「不公正な新株発行とその規制（2・完）」民商法雑誌94巻6号726頁。

48 森本滋「新株の不公正発行問題の新たな展開」商事法務2174号12頁。

原審、控訴審共に、本件 CB が海外投資家向けの発行でありシンガポール市場への上場が予定されていたことや、公募であることなどの事情を、被告 Y らの支配権維持目的を否定する根拠としている。しかし、これらは既存株主にとって必ずしも有利な事情とはいえないとの指摘も見られる<sup>49</sup>。また、公募であれば新たに株主になる者の属性や意向は不明であり、現経営陣に友好的な株主を選んで割り当てることができないことは事実だとしても、現経営陣の支配権を確立する効果が弱いだけであるともいえる。裁判所は、株式の募集の場合や第三者割当の方法による新株予約権付社債の募集の場合と比べ、控訴人 X の持株比率（議決権保有比率）を低下させる確実性は弱いとするが、むしろ、対立する大株主の議決権比率は確実に下がってしまうように思われる。公募であれば、当該対立する大株主も応募したり発行後の市場において取得したりすることができるかとされるが、大株主とはいえ、適時に相応の資金を確保できる保証はない。

## 2) 支配権争いの有無

原審では、支配権争いの存在は否定されており、また、第 2 次中期事業計画に対応する資金需要があり、設備投資について取締役会で承認されているとして、本件 CB 発行が同計画の実現のための資金調達目的で行われたと推認するのが相当として、それ以上に用途の合理性は審査していない。

しかし、本件には支配権争いがないとする前提自体が問われるべきであるとの見解もある<sup>50</sup>。すなわち、原審が「差し迫った」支配権争いが生じていると言えない限り、不当な目的の存在を認めないという立場であれば、支配権争いを察知した取締役が事前に対処する余地を認めることにつながる<sup>51</sup>。また、原審は、補助参加人 Z が控訴人 X の持分法適用関連会社であるからといって「会社法上、X が Z に対して特別な影響力を行使できるわけではない（その意味で象徴的な意味合いにとどまる。）」とするが、経営陣と対立している大株主が、会社法上何らかの影響を明確に与えられる場合でなければ不当な目的の存在を認めようとするには異論の余地がある。本件の X のように、20～30% 程度の議決権を有している場合であれば、株主構成や議決権行使状況によっては決議の成否に事実上大きな影響を与え得るとの指摘がある<sup>52</sup>。

控訴審では、支配権争いの有無と持分法適用関連会社たる地位との関係について、原審よりもやや踏み込んだ判断枠組みが提示されており、注目に値すると思われる。すなわち、控訴審は、原審と同じく、持分法適用関連会社は企業会計上の概念であり、補助参加人 Z が控訴人 X の持分法適用会社であるからといって、会社法上、X が Z に対して特別な影響力を行使できるわけではないから、Z の経営陣 Y らと X との間に差し迫った経営支配権の争いがあったとは言えないとする。その一方で、控訴審は、持分法適用関連会社であることにより、X は Z の財務、営業、事業の方針等の決定に対して重要な影響を与えることができると評価され、Z が X のグループ会社の一員として市場で認知されること、X と Z は本来競合関係にあること等を踏まえれば、Z の経営陣にとっては、X の Z 株式の持株比率は重要な問題であると位置づける。その上で、X と Y らとの間に Z の経営支配権について差し迫った争いがあったとまでいうことはできないものの、経営支配権についての争いに準ずる争いがあったことは明白であり、Y ら Z の経営陣において、X の Z 株式の持株比率を低下させ、Z との持分法適用関連会社関係を解消することを主要な目的として本件発行を行った場合には、不当な目的を達成する手段として新株予約権発行が利用された場合に当たり、「著しく不公正な方法」（法247条2号）に当たると判示しており、一般論としては不公正発行に該当する余地を認めている（具体的なあてはめのレベルでは否定）。

## 3) 資金調達目的

原審では東京地決平成29年7月18日金判1532号41頁およびその抗告審である東京高決平成29年7月19日金判1532号57頁が参照されているが、原審、控訴審共に、同決定とは異なり、個々の資金用途ごとに、資金用途や支出のタイミングの合理性を厳格に判断するアプローチは採用されていない。

本件における Z の資金調達目的は設備投資、設備更新、有利子負債の圧縮のための社債償還資金等で

49 弥永・前掲注1) 3頁。

50 松中・前掲注13) 36頁。

51 松中・前掲注13) 36頁。中東 = 大杉 = 石渡編・前掲注45) 63頁〔田中亘〕。

52 松中・前掲注13) 36頁。

あり、資金使途とされた施策の実態は明らかであると考えられたのかもしれない。しかし、そのような場合でも、社債によって調達した外部資金よりも先に、企業内部に留保されてきた機械設備に係る減価償却費相当の資金<sup>53</sup>を先に充当する場合も考えられるので、資金支出のタイミングについては検討の余地があるように思われる。

本件 CB 発行にあたっては、他の資金調達手段との比較を行い、新株予約権付社債の「優位性」が確認されている。本件 CB 発行時に謳われた「優位性」は、①「第二次中期事業計画に掲げた有利子負債の削減、資金調達コストの圧縮及び調達手段の多様化といった観点からは、エクイティ性の資金調達をすべき」であることや、②公募増資や第三者割当てと異なり、「新株予約権付社債の場合は株価が転換価額以上にならなければ希釈化が発生せず、企業価値が向上して株価が転換価額以上になれば既存株主にとっても利益となる」こと、③ユーロ市場における新株予約権付社債の公募は発行決議後すぐに発行条件を決定でき株価変動リスクを極小化できること等であった<sup>54</sup>。

Zの有価証券報告書によれば、Zは、本件CBが発行された平成27年度以降も社債を継続的に発行しているものの、通常の社債を発行しており、新株予約権付社債は発行していないようである<sup>55</sup>。もし、新株予約権付社債が他の資金調達手段よりも優位なのであれば、新株予約権付社債を発行し続けることが企業行動としては合理的と考えられる。逆に、もし通常の社債に切り替えることが合理的だとすれば、何らかの事情により、新株予約権付社債の「優位性」として挙げられている事項のうち、いずれかの優位性が減退したためと考えられる。しかし、これらの優位性のうちどれがいかなる意味で減退した（とすれば）のかは明らかではない。

### (3) 取締役の対第三者責任の有無

#### 1) 責任

本件取締役の対第三者責任に関する原審は、「これまでの裁判例には見られない大胆なもの」<sup>56</sup>であると評価されている。すなわち、判旨は、取締役が市場価値の約61%の下落を想定して本件CBの発行をしたとしても、採算性のある事業に投資して企業価値を向上させることを選択しエクイティ・ファイナンスを実施することも、取締役の経営判断に委ねられており、それ自体、直ちに善管注意義務に違反するということとはできないとする。

しかし、前述の通り、本件CBの発行が採算性のある事業に投資して企業価値を向上させるようなエクイティ・ファイナンスであったとすれば、むしろ、一般には、本件CB発行の公表後、株価は上昇すると考えるのがむしろ自然である。そのような観点からは、Yら取締役としては、市場の消極的な反応を踏まえて、発行の適否につき慎重に検討すべき余地があったように思われる。

控訴審は、エクイティ・ファイナンスを公表した後に短期的には市場株価が下落することは一般的にあり得る事象であるとした上で、原審と同様に判示しているが、ここでの問題は、被控訴人Yらの主張に依拠すれば公表後に株価が上昇すると考えることが自然であり得ることとの整合性であり、株価の上昇と下落という正反対の方向感を有する事象を、市場のアノマリーによって吸収しつくせるのか、検討の余地があるように思われる。控訴審自らが、株価が2年間にわたって約61%下落するという想定について、「合理性に疑問があるものの、それがあり得ないものであるとまではいうことはできない」とやや消極的に評価していることに照らして考えると、そのような想定合理性について市場において矢張り疑問符が付された結果と解するのが、むしろ首尾一貫するようにも思われる。

Yらは、Xが本件CB発行につき再検討、延期、または撤回すべき義務の違反として主張するのは、Z

53 減価償却費の自己金融効果。伊藤・前掲注32) 372頁。

54 松中・前掲注13) 38頁は、本件認定事実に見れた資金調達手段の検討は、経営判断としての合理性以前に、そもそもオプションの売手の立場にある既存株主の利益を正しく理解したもとは言えないとする。

55 補助参加人ZのHP (<https://www.daio-paper.co.jp/ir/library/yuho/>)に掲載されている平成28年3月期以降の有価証券報告書(連結キャッシュ・フロー計算書)を参照した(2019年9月2日最終閲覧)。

56 弥永・前掲注1) 3頁。

の株価の下落した後の作為又は不作為であるから、同下落に伴う損害は、有利発行及び不公正発行に係る任務懈怠とは相当因果関係がないとする。しかし、市場の反応を踏まえた再検討等の義務は有利発行等にかかる意思決定プロセス全体の一部であると考えれば、このような反論はやや形式的であり根拠が薄いと思われる。

## 2) 損害

取締役などの役員等がその職務を行うについて悪意又は重大な過失があり、それにより第三者に損害を与えたときは、その第三者に対して損害賠償責任を負う（法429条）。

違法な有利発行が行われた場合、会社に損害が生じる結果として株主にも株式価値の下落という間接的な損害が生じるのか（間接損害）、会社には損害が発生せず株主が直接に株式価値の下落という損害を被るのか（直接損害）との違いがあり得る<sup>57</sup>。本件東京地裁判決と東京高裁控訴審判決は共に、原告＝控訴人Xの請求を棄却していることから、損害論に関する判断は示されていないが、本稿では、以下、損害賠償が認められる場合の法律構成と損害の評価について試論として検討する。

### ①構成

新株予約権付社債の新株予約権部分が適正に評価されていれば、会社の実質的な金利負担が減少したはずであるから、会社に損害があったと評価する余地がある<sup>58</sup>。この場合、株主の損害は間接損害に当たり、代表訴訟（法847条）を通じて反射的に回復されるべき損害であるとして、法429条または一般不法行為（民法709条）に基づく損害賠償請求はできないのかという、成立後の株式の場合とパラレルな問題があり得る<sup>59</sup>。

裁判例（東京高判平成17年1月18日金判1209号10頁）及び多数説は<sup>60</sup>、株主の間接損害は、会社の財産が役員等からの損害賠償により回復されれば消滅することになり、そのために代表訴訟の制度があるのだから、株主に独立の損害賠償請求を認める必要はないが、直接損害についてはそのような方法では株主の救済を図ることができないので、直接損害については株主も法429条にいう「第三者」に当たると解して役員等に対して損害賠償請求することができるとする。

しかし、代表訴訟を提起するためには、担保提供が求められることもあるし（法847条の4Ⅱ）、公開会社の場合には原則として6か月間の株式保有期間の要件を満たさなければならない。また、定款の定めによって単元未満株主の責任追及の訴えの提起請求権を奪うこともでき（法847条Ⅰ柱書、189条Ⅱ）、会社に対する責任は和解によって免除され得る（法850条）。したがって、代表訴訟によっても株主の間接損害が完全に回復されない場合が十分に想定されることから、なお、株主は役員等に対して法429条に基づく請求を認める余地がある<sup>61</sup>と考える。

### ②本件へのあてはめ

原審において、原告は、公正な発行価額よりも著しく低い価額で本件CBが発行されたこと自体により株式の希釈化が生じ損害が発生したと主張しているが、そのような損害を間接損害として構成しているのか、直接損害として構成しているのかについては、必ずしも明らかではない。

原告は、原審において、主位的には自らが起用した評価機関による株価の回帰分析に基づき、本件CB発行によりZの株価は少なくとも1株当たり277.58円下落したとして、これに原告が保有する株式数株式数（31,707,808株）を乗じた8,801,453,344円の損害を被ったと主張し、予備的には、原告が妥当と考える本件新株予約権の公正価値（8,685,000,000円）に対して被告Yらは本件新株予約権の実質的対価の総額が2,178,000,000円となる発行条件で本件CBを発行したのであり、これらの差額6,506,000,000円に原告の持

57 そのいずれに当たるのかは多くの場合構成の問題であり、敢えて区別することが困難である場合があることや、第三者保護強化の観点などからは、直接損害であるか間接損害であるかを問わないという学説もある。弥永真生『リーガルマインド会社法（第14版）』（有斐閣、2015年）255-256頁。

58 弥永真生『演習会社法（第2版）』（有斐閣、2010年）137頁。

59 弥永・前掲注58）137頁。

60 弥永・前掲注57）256頁。

61 弥永・前掲注57）256頁。株主の持株比率が小さい場合には、取締役に対する損害賠償請求による違法抑止効果があまり期待できないことを指摘するものとして、久保田・前掲注31）163頁。

分比率21.23%を乗じた額 (1,381,436,100円) の損害を被ったことは明らかであると主張した。

一方、控訴審において、原告=控訴人 X は、主位的請求として、以下の2つの損害を請求する。まず、口頭弁論終結時における株価が本件新株予約権付社債の発行条件公表前の株価 (1,429円) を下回っているのであれば、少なくともその限度で本件新株予約権付社債の発行に起因する損害が現実に生じていることは明らかであるとして、控訴審口頭弁論終結日の直近の取引日である令和元年5月17日の補助参加人株式の終値 (1,309円) を基準として、3,804,936,960円の損害が生じていると主張する。次に、本件 CB 発行を撤回すべき義務に違反したことに起因する損害として、撤回等義務が発生したと考えるべき9月2日から9月17日までの株価下落分の損害として3,868,352,576円の損害が生じていると主張する。予備的には、議決権保有比率を維持するために株式追加取得に係る支出を損害として主張する (2,774,541,048円)。

下級審裁判例 (大阪高判平成11年6月17日判時1717号144頁) によれば、募集株式の発行等にかかる有利発行 (平成17年改正前商法266条ノ3 (法429条)) の事例において、「特に有利な発行価額による新株発行が違法になされた場合に既存株主に生じる損害は、その発行価額と本来会社に払い込まれるべき適正な発行価額との差額 (すなわち、本来増加すべき会社資産) が増加しないことにより、既存株式の客観的価値が低下することである。そして、右株式の客観的価値の低下は、違法な新株発行直前の株式価額と有利な算定価額による株式価額の低下との差額として算定するのが相当である」と判示されている。有利発行に基づく責任は、会社に対する関係では生じず、既存株主は取締役の対第三者責任を追及しうるに過ぎないという見解と思われる<sup>62</sup>。

本件は CB 発行に係る事例であるが、この下級審裁判例と平行に考えると、既発行株式の株価下落という事象に着目して損害賠償額が算定されるべきと思われる。また、会社に独自の損害が発生していると想定した上で、代表訴訟によっても株主の間接損害が完全に回復されない場合が十分に想定されることから、株主は役員等に対して法429条1項に基づく請求を認める余地があると考えれば、本件新株予約権の公正価値と実際の払込額との差額 (予備的請求) が会社に生じる損害であり、それを超える損害が原告に生ずべき独自の損害であると思われる。

私見では、株式の市場価格は時々刻々と変化するため、それを損害評価の基準にすると、有利発行以外の事象による株価下落を織り込む可能性が理論的には生じるように思われる。新株予約権の公正価値が将来既存株主に生じると予想される経済的損失の大きさを反映していると考えれば、新株予約権の発行時の引受人に新株予約権の公正価値を会社に払い込ませれば、既存株主に将来生じると予想される経済的損失が事前にてん補され、少なくとも新株予約権の発行時点では既存株主には損害は生じないと考えて<sup>63</sup>、原審における原告の予備的請求の範囲で損害賠償を認めれば足りるように考える。

以上

(筑波大学大学院ビジネス科学研究科企業科学専攻企業法コース)

62 吉本健一『レクチャー会社法』(中央経済社、2008年) 274頁。藤田友敬「オプションの発行と会社法〔上〕－新株予約権制度の創設とその問題点」商事法務1622号 (2002年) 27頁注34。

63 高橋=笠原=久保=久保田・前掲注46) 316頁。