

平成25年(受)第1080号 損害賠償請求事件平成27年2月19日 第一小法廷判決

文責：清瀬 伸悟

監修：若林 茂雄

最高裁は、平成27年2月19日、株式会社アートネイチャー（以下「A社」という。）の株主であるXが、A社の取締役であったY1ら4名に対し、平成16年3月の新株発行（以下「本件新株発行」という。）における発行価額は、旧商法（平成17年改正前のもの。以下同じ。）280条の2第2項の「特ニ有利ナル発行価額」に当たるのに、Y1らは同項後段の理由の開示を怠ったから、同法266条1項5号の責任を負うなど主張して、同法267条に基づき、連帯して約22億円余りをA社に支払うことを求めた株主代表訴訟について、本件新株発行は、「特ニ有利ナル発行価額」に当たらない旨判示して、Y1らの賠償責任を否定した。

A社は、平成16年3月当時、非上場会社であり、株式の譲渡につき取締役会の承認を要する旨の定款の定めがあった。本件新株発行前におけるA社の発行済み株式の総数は40万株であり、これらは、役員、幹部従業員等によって保有されていた。

A社は、平成15年11月に行われた自己株式の処分に先立ち、B公認会計士（以下「B会計士」という。）にA社の株価の算定を依頼しており、B会計士は、同年10月31日にA社の株価を1株1500円と算定していた。A社は、これに基づいて、平成16年2月、取締役会において、発行価額を1株1500円、割当先をY1からY3を含む7名として、第三者割当の方法により新株発行を行う旨決議し、同年3月開催の臨時株主総会において、出席株主の3分の2以上の賛成によって承認可決された。同臨時株主総会では、本件新株発行が特に有利な発行価額によるものであることを前提とする説明は行われず、旧商法280条の2第2項記載の特別決議として行われたものではなかった。

原審（東京高判平成25年1月30日判タ1394号281頁）は、「DCF法による評価額に一定の修正を施すと、平成16年3月時点の株式価値は1株当たり7897円ないし7113円と算出されることが認められ、その他原判決が認定、説示する諸事情を総合考慮すると、本件新株発行における公正な価額は少なくとも1株当たり7000円を下回らないというべきである」として、本件新株発行の発行価額は「特ニ有利ナル発行価額」に当たるとし、Y1らに対し、連帯して2億2000万円の支払を命じていた（第一審も原審と同様の結論である。）。

[判決要旨]

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

一等の予測値や、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かかわらず、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「特ニ有利ナル発行価額」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。

これを本件についてみると、B会計士は決算書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、B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。

B会計士は、A社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株当たりの配当金額を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いい難く、また、B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、A社の株価を著しく変動させるような事情が生じていたこととはうかがわれないから、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、Y1その他の役員等による買取価格、A社による買取価格、Y1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、(中略)他に上記特別の事情に当たるような事実もうかがわれない。

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

[解説]

旧商法280条の2第2項は、株主以外の者に対し、「特ニ有利ナル発行価額」で新株を発行するには株主総会の特別決議があることを要し、この場合には、取締役は、株主総会において、株主以外の者に対し、「特ニ有利ナル発行価額」で新株を発行することを必要とする理由を開示することを要する旨規定していた。現行の会社法199条3項にも、同様の規定が設けられている。

非上場会社の株式については、上場会社の場合の証券取引所における株価のような客観的な指標が存在せず、株式の評価方法についても様々な方式があっただけでいずれかの方式が確立した評価方式であるとも言いがたい。また、同じ評価方法を採用した場合であっても、将来の収益やフリーキャッシュフロー等の予測値などある程度幅のある判断要素が含まれていることが少なくなく、一定の結論が得られるという性質のものではないから、公正な価額を認定することは難しい。

原審が依拠したDCF法¹は、株式買取請求があった場合の裁判所による買取価格の決定に用いられることの多い有力な評価方法である。原審は、これを用いて、本件新株発行における公正な価額を1株7000円以上と認定し、本件新株発行の価額である1株1500円はその20%余りにすぎないとして、「特ニ有利ナル発行価額」とであると認定した。

しかし、非上場会社の株式について公正な価額を認定すること自体が難しく、様々な価額が出てくる可能性があるから、原審のような公正な価額を認定した上で実際の発行価額と比較する方法では、後から不公正であると判断されるおそれが高くなり、取締役らの予測可能性を害する結果となる。

また、裁判所による買取価格の決定と異なり、「特ニ有利ナル発行価額」に当たるかを認定する場合には、必ずしも公正な価格を認定する必要はない。

このような事情から、本判決は、「特ニ有利ナル発行価額」に当たるかを認定する際には、取締役による当時の判断過程が合理的であったかを検証することにより認定すべきであると判断したものと考えられる。

本件では、結論として、「特ニ有利ナル発行価額」に当たらないと認定されているが、A社のような非公開会社が新株を発行する場合には、有利発行か否かに関わらず、株主総会の特別決議による承認が必要とされているのであるから、後々有利発行であるとの疑義が生じるおそれがある場合には、念のため有利発行にあたるものとしてこれを必要とする理由についても説明をしたうえで株主総会の特別決議による承認を受けるという対応も検討されるべきである。

¹ DCF法とは、評価対象会社から将来期待することができる経済的利益を当該利益の変動リスク等を反映した割引率により現在価値に割り引き、株式価値を算定する収益方式（インカム・アプローチ）の代表的手法である（東京高決平成22年5月24日金融・商事判例1345号12頁）。