

新司法試験・論文式問題案（民事系 商法）

[設問]

あなたが、弁護士 A として、依頼者である X 株式会社から別紙 1「事情聴取書」及び別紙 2「電話録取書」記載のとおり相談を受けたとします。X 株式会社があなたに質問している事項に対する回答書を作成しなさい。なお、回答書には、別紙 1「事情聴取書」及び別紙 2「電話録取書」に基づき、（一）X 株式会社があなたに質問している事項及び（二）それに対する結論をそれぞれ簡潔に述べた上、（三）あなたがそのような結論に至った理由について記載しなさい。

[注意事項]

回答にあたっては、以下の事項に十分留意すること。

1. 本設問の回答に使用できる時間は、全部で 120 分である。この時間内に、「設問」、「事情聴取書」、「電話録取書」及び「参考判例」をよく読んだ上、回答書を作成することができるよう、時間配分に十分留意をすること。
2. 回答にあたっては、別紙 1「事情聴取書」及び「電話録取書」に基づき、あなたの依頼者があなたに何を質問しているのかを正確に把握した上、そこに含まれる法的論点を整理し、それぞれについて必要な法的分析、及び本件事案に対するあてはめを行った上、あなたの結論を出すこと。
3. 回答書においては、事情聴取書や電話録取書に記載された事実を十分に使用すること。なお、事実を引用する際には、どの文献のどの個所の記載を利用したのかがわかるようにしなさい。なお、事情聴取書は「事」、電話録取書は「電」、判例は「判」と適宜省略をしてもよい。例えば、事情聴取書の 1 項に記載された事実を引用する場合には、「事 1」、判例 1 に基づく場合には「判 1」と記載すること。
4. 別途交付する（司法試験用）六法を使用してもよい。

事情聴取書

日時：平成 15 年 7 月 1 日

相手方：X 株式会社 総務部長 田中 和幸氏

聴取者：弁護士 A

1. 私は、X 株式会社（以下「X 社」）の総務部長をしている田中と申します。今日は、X 社が現在検討している Z 商事株式会社（以下「Z 商事」）に対する第三者割当て増資と新株予約権の発行の商法上の適否、これらを行った場合の関係当事者の法的リスクについてご相談したくて伺いました。もし、現在検討している案が商法上できないとか、法的リスクが高いようであれば、その代替策についても是非ともご教授賜りたいと思っています。
2. X 社は、今からちょうど 3 年前に東京証券取引所の第二部に上場した株式会社で、主に半導体の設計、製造、販売等をしています。X 社には、執行役員はいますが、執行役はいません。
3. X 社の株式は、3 年前に上場したときの初値は 58 万円だったのですが、ご存知のとおりこの経済不況のあおりを受けて、その後株価があれよあれよという内に下落し、今年に入ってからはずっと 20 万円前後で取引されています。ただ、株価は低迷していますが、業績の方は今のところは何とか頑張っておりまして、上場以来配当も一応継続しております。
4. 当社の発行する株式の総数は 250,000 株、発行済株式の総数は 100,000 株で、いずれも普通株式です。それ以外に株式や潜在株式は今のところ存しません、自己株式も保有していません。
5. 当社の株主の概要を説明いたします。当社の筆頭株主は、Y 株式会社（以下「Y 社」）で、当社の発行済株式の 34 パーセントを保有しています。次に、株式会社 U 銀行と株式会社 S 銀行、それから大口取引先である T 株式会社がそれぞれ 4 パーセント有しております。これ以外はいずれも、当社の発行済株式総数の 1 パーセント未満しか有していない個人株主などです。
6. ご承知のとおり、半導体製造業というのは、いわゆる装置産業でして、設備投資をしなければ、将来同業他社との国際的な競争に勝ち残っていけません。半導体産業は今韓国のサムソンの一人勝ちの状況にあるのですが、それは豊富な資金力でどんどん最新の設備投資を行っているからなのです。ところが、当社の現在の主力工場である土浦工場の製造機械は 3 年前に導入されたもので、現在最新の N タイプのウェファーを製造するには既に若干時代遅れになりつつあります。今のところ、何とか既存の製造機械をやりくりしてやっていますが、1 年後には他社の技術に引き離されてしまうことが目

に見えています。

7. しかし、ご存知のとおり Y 社の現在の業績は芳しくなく、本業である鉄鋼業に復帰するなどといってリストラを盛んにやっているところですから、今後 X 社に対する資金供給は期待できないのが実情です。
8. 正直申しますと、X 社としても、もう Y 社グループの一員ではいるのは得策ではないと思っているのです。確かに、当社は Y 社グループ会社として、Y 通運に対してグループ価格で運搬業務などを委託しています。その意味では、Y 社でいることの恩恵も受けています。しかし、他方で、Y 社グループは、Y 不動産であるとか、Y 興産といった債務超過の問題企業を抱えております。X 社も、Y 不動産のグループ企業である以上、グループ会社間の資金融通等を図らなければならず、会社の余剰資金を純粋に X 社のためだけに利用できないのです。従って、トータルでみると、当社の企業価値は Y 社グループの一員であることによって低められてしまっているといえると思います。
9. そんな矢先に、実は、あの超優良企業の Z 商事から「半導体事業をいっしょにやらないか」と持ちかけられたのです。Z 商事は、当社の次世代半導体製造機械の新規購入資金として、金 200 億円を当社に出資してもよいとっています。それから、Z 商事は、200 億円を出す以上、最低 X 社の発行済株式を超える 100,001 株と、2 年後に行使可能になる新株予約権（新株予約権 1 個の目的となる普通株式の数 100 株）をできれば 1,000 個取得したいと言っています。なお、先日 K 投資銀行に内々に Z 商事から提案のあった新株予約権のオプション価値を算出してもらいましたが、ブラックショールズ方式によると、この新株予約権一個あたり 500 万円だそうです。
10. 金 200 億円があれば、X 社は向こう 5 年くらいのビジネスを見越した設備投資をすることができます。加えて、Z 商事は、米国の M 社の大口株主でもあり、Z 商事の出資を受けることによって、当社としては M 社からの技術提供も期待できるのです。確かに、Y 通運に運送業務を委託できなくなるのは痛手ではありますが、他方で Z 商事も 100% 子会社の Z 通運をグループ会社に持っており、X 社が、Z 通運に優遇レートで業務を委託してもよいと言ってくれています。従って、客観的に見れば、X 社としては Z 商事の出資を受けるのは合理的だと思います。
11. もっとも、今は設備投資資金が必要ですが、今回 200 億円の新規設備投資をすることができれば、X 社の資金需要は当面存しません。先ほど申し上げた新株予約権が行使可能になる 2 年後には、特段資金需要はないと思われます。むしろ、Z 商事としては、X 社に投資する以上、X 社の総株主の議決権の 3 分の 2 以上の議決権を取得したいのだと思います。
12. X 社としては、当然心情的な問題もあります。歴史的には、X 社は Y 社に文字通り育ててもらった会社です。こちらが十分成長して独り立ちできるからといって、育ての親に「はい。さようなら。」というのはいかがかとは思うのです。そのようなことをすれば、取引先や業界の他社から白い目で見られる可能性も無いわけではありませんし。そうで

すね。これは心情的な問題だけではないのかもしれませんが。

13. 案の定、先日この話を Y 社に持っていったところ、Y 社はひどく怒ってしまいました。Y 社の社長以下総経営陣がひどい剣幕で、取りつく島がありませんでした。Y 社の言い分は、「X 社のビジネスが経済的に成り立たなかった十数年間は Y 社が面倒を見てきたのに、偶々今 Y 社のビジネスの調子が悪いときに親を裏切るとは何事だ。」というものです。「それから、Y 社の事業が好調になれば、必ず X 社に出資を引受けるから。」と言ってくれました。もっとも「今の状況では確約はできない。」と言ってもおりますが。誰が見たって、当面の間、Y 社の業績が回復するとは思えません。
14. 結論として、X 社としては、Y 社に対する不義理は重々承知で、X 社の未来を考え、Z 商事の出資を受け入れていくのが公開企業としての X 社のあるべき姿ではないかと考えています。
15. ただ、Y 社の今の怒り方から考えると、どういう提案をしようと、Z 商事が筆頭株主となるような提案に賛成するとは考えられません。他方、Z 商事としても、最低限 X 社の筆頭株主となって、実質的な支配権を取得するのであれば、X 社に投資する意味は無いと考えているようです。もっとも、Z 商事は、最低限 X 社の総株主の議決権の過半数と、何某かの新株予約権を取得できればよいと考えているようで、その意味では、新株予約権の数や条件についてはある程度柔軟に対応できるようです。
16. X 社の経営陣は、今回の第三者割当て増資と新株予約権の発行が適法か、これらが Y 社によってどのように妨害されうるのか、これを強行した場合に誰がどのような責任やリスクを負うのかに興味を持っています。もし今回の取引が商法上違法であったり、高い法的リスクを伴っているあるようであれば、X 社や Z 商事としてもある程度柔軟に対応することもやぶさかではないようです。
17. 案件の性質上時間がありません。来週あたり回答を書面でいただけないでしょうか？

以上

電話録取書

日時：平成 15 年 7 月 5 日

電話相手方：X 株式会社 総務部長 田中 和幸氏

聴取者：弁護士 A

1. 先日お伺いしたときから異変がありましたのでお電話致しました。実は、誰かが X 社と Z 商事の提携の話をかぎつけたようで、X 社の株の市場価格が急騰してしまいました。今は金 30 万円で市場で取引されています。もっとも、30 万円くらいで上げ止まっています。
2. この株価の急騰のせいで、前回お伺いした事項の回答に影響を与えるかについても是非回答書に盛り込んでいただくようよろしくお願い申し上げます。なお、X 社はいずれにせよ近々第三者割当て増資の取締役会決議をする予定ですので、決議時点まで当社の株価の市場価格は 30 万円であるという前提で結構です。

以 上

商法 参考判例 1

株主代位請求事件

昭和四八年（オ）第一九八号

同五〇年四月八日最高裁第三小法廷判決

【上告人】 控訴人 原告 中島徹 代理人 渡辺忠雄

【被上告人】 被控訴人 被告 野村証券株式会社 外一名

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ないものではない。

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。

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（昭和三五年十二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（昭和三五年十二月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十二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。

（裁判長裁判官 江里口清雄 裁判官 関根小郷 裁判官 天野武一 裁判官 坂本吉勝
裁判官 高辻正己）

参考判例 2

新株発行禁止仮処分申請事件
東京地裁平元(ヨ)二〇六八号
平元・7・25民八部決定

決 定

《住所略》

申請人 秀和株式会社
右代表者代表取締役 小林茂
右訴訟代理人弁護士 並木俊守
同 山田二郎
同 渡邊幸則
同 安西義明
同 河合弘之
右河合弘之訴訟復代理人弁護士 井上智治
同 荒竹純一
同 野中信敬

《住所略》

被申請人 株式会社忠実屋
右代表者代表取締役 高木吉友
右訴訟代理人弁護士 古曳正夫
同 相原亮介
同 渡辺肇

主 文

被申請人が、平成元年七月一〇日の取締役会決議に基づき、現に手続中の記名式額面普通株式二二〇〇万株の発行を仮に差し止める。

申請費用は被申請人の負担とする。

理 由

第一 当事者の申立て及び主張の要旨

- 一 申請人は主文第一項と同旨の決定を求めた。申請の理由の要旨は次のとおりである。

- 1 被申請人は、資本金一二五億五九八二万四六九四円、発行済株式総数九〇二九万二四七六株（額面金五〇円）の株式会社であり、申請人は、被申請人の株式三〇一万一〇〇〇株を有する株主である。
- 2 被申請人は、平成元年七月一〇日の取締役会において、次の新株発行を決議した（以下「本件新株発行」という。）
 - （一）発行新株数 記名式額面普通株式二二〇〇万株
 - （二）割当方法 発行する株式全部を株式会社いなげや（以下「いなげや」という。）に割り当てる。
 - （三）発行価額 一株につき金一一二〇円
 - （四）払込期日 平成元年七月二六日
- 3 本件新株発行は、次のとおり、法令に違反し、かつ著しく不公正な方法によるもの（以下「不公正発行」という。）である。
 - （一）本件新株発行の発行価額は、右のとおり、一株につき一一二〇円であるところ、平成元年七月五日後場終了時の東京証券取引所における被申請人の株式価格は一株五〇五〇円であるから、本件新株発行価額は商法二八〇条の二第二項所定の「特二有利ナル発行価額」に該当するものであり、それにもかかわらず、被申請人においては、同条項所定の株主総会決議を経ていないから、本件新株発行は法令に違反するものである。
 - （二）本件新株発行は、資金調達必要性を欠き、現実にも資金が調達されておらず、もつぱら、申請人の被申請人における持株比率を低下させ、現経営陣の支配権を維持する目的でされるものであるから、不公正発行に該当する。
- 4 本件新株発行により、被申請人の株主たる申請人は次のような損害を被る。
 - （一）本件新株発行により、申請人の被申請人における持株比率は、三三・三四パーセントから二六・八パーセントに低下するうえ、時価の二二パーセントという極めて低い価額による大量の新株が発行されると、株価も一挙に低下することは明らかである。
 - （二）本件新株発行は、いなげやの被申請人を引受人とする新株発行に対応してされるものであるところ、いなげやの右新株発行も、本件新株発行と同様に有利発行であって、これにより、被申請人に対しては、市場の取引価格と本件新株発行価額との差額に対して高率の法人税及びこれにともなう住民税、事業税の課税されるおそれが強く、そのようなことになれば、被申請人の株式の価格が著しく低下することは避けられない。
- 5 申請人は、被申請人に対し本件新株発行差止めの訴えを提起すべく準備中であるが、払込期日は間近に迫っており、その期日が到来して引受人が払込みを済ませ本件新株発行の効力が生じた後は差止請求自体が無意味となるうえ、本件新株発行により、申請人は前記のとおり損害を被るのであるから、本件仮処分申請について

は保全の必要性がある。

二 被申請人は、「本件仮処分申請を却下し、申請費用を申請人の負担とする。」旨の決定を求めた。被申請人の主張は、本体新株の発行が適法かつ公正であるというにあり、その理由の要旨は次のとおりである。

- 1 本件新株発行の発行価額は、被申請人のあるべき株式価格をもとにして算定したものであるから、申請人主張のように「特二有利ナル発行価額」には該当しない。すなわち、東京証券取引所における被申請人の株式取引の月間出来高は昭和六二年六月以降急増し、その後株価が著しく高騰したが、同業他社と比較しても、その高騰は異常というほかなく、しかも、この異常な株価は申請人の買占めによって生じたものである。このような事態のもとで新株を発行するに際しての発行価額の算定にあたっては、市場価格を基礎にすることはできず、被申請人のあるべき株式価格に基づいてその発行価額を算定すべきである。被申請人は本件新株の発行価額を算定するにあたり、野村企業情報株式会社にその資料の提出を求め、同社は自ら発行価額を算定したうえ、サンワ・等松青木監査法人にその価額の検証を依頼し、さらに青山監査法人に発行価額の算定を依頼した。本件新株の発行価額は、これらによって得られた株式価格に基づいて決定されたものである。
- 2 被申請人といなげやは、昭和六三年一二月以降、相互に業務提携（以下「本件業務提携」という。）及び資本提携をするための交渉をしていたが、平成元年七月八日、両社の間で、各会社の取締役会の承認決議を停止条件として、本件業務提携及び資本提携をすることを合意し、同月一〇日両社の取締役会においてその承認決議がされた。両社の業務提携は広範囲かつ濃密なものであり、大量のノウハウの相互移転が行われるため、資本を持ち合うことにより相互の信頼関係を確立する必要があり、その持株比率は、業務提携の密接さに見合い、かつ相互の経営の独自性を害さないという考慮のもとに、発行済株式総数の一九・五パーセントとした。本件新株発行は右の合意に基づいてされるものであるから、公正なものというべきである。

第二 当裁判所の判断

一 当事者間に争いのない事実並びに《証拠略》によって認められる事実は次のとおりである。

- 1 被申請人は、資本の額が一二五億五九八二万四六九四円、発行済株式総数が九〇二九万二四七六株（額面金五〇円）で、東京証券取引所一部上場の株式会社であり、申請人は、被申請人の株式三〇一萬一〇〇〇株を有する株主である。
- 2 被申請人の東京証券取引所における株価は、昭和六二年一二月ころまでは九〇〇円ないし一二〇〇円前後で推移していたが、昭和六三年一月以降急騰し、同年二月から同年五月ころまでには四〇〇〇円前後となり、その後さらに上昇して、同年八月にはいったん八〇〇〇円をつけたものの、その後は概ね四八〇〇円ないし六〇〇〇円程度の価格で推移し、本件仮処分申請時まで、被申請人の株価が、昭和六三年

二月以降は三〇〇〇円を、同年七月以降は四〇〇〇円を、同年一〇月以降は四六〇〇円をそれぞれ下まわったことはない。

- 3 申請人は、昭和六二年一〇月ころから、被申請人の株式を大量に取得し始めたが、その後現在までの東京証券取引所における被申請人の株式の取引高総数に占める申請人の取得株式数の割合は約四分の一に過ぎない。
- 4 申請人は、昭和六三年六月から一〇月にかけて、被申請人と会談し、被申請人の株式を二七〇〇万株ないし二八〇〇万株取得したことを明らかにしたうえで、被申請人、いなげやと株式会社ライフストア（以下「ライフストア」という。）の三社合併を提案し、それにとまなう人事についても申請人の構想を述べたが、被申請人及びいなげやは右の提案を拒否した。
- 5 被申請人といなげやは、昭和六三年一二月に本件業務提携の交渉を開始し、業務提携をすることについては直ちに合意した後、その具体的方法について交渉を継続し、平成元年二月以降、野村企業情報株式会社にその方法についての情報の提供を依頼した。両社間の業務提携の機運は従来からあったが、右両社間でそれを真剣に話し合ったことは昭和六三年一二月までではなく、本件業務提携は、被申請人、いなげやとライフストアの合併を申請人から提案されたことに誘発され、申請人の要求に対抗し、これを拒否するため、一気に具体化したものである。
- 6 申請人は、平成元年七月七日に三〇〇九万株の、同月一〇日に二万一〇〇〇株の、被申請人株式の各名義書換手続をし、その名義人となった。
- 7 被申請人は、平成元年七月八日、いなげやとの間で、各会社の取締役会の承認決議を停止条件として、本件業務提携及び資料提携をすることを合意し、同月一〇日両社の取締役会において、それぞれの承認決議をするとともに、次のとおり本件新株発行をすることを決議し、その発行価額の決定にあたっては、市場価格が極めて高騰していたことを理由に、これを基礎とすることなく、他の株式価格算定方式を用いて被申請人としてあるべき株式価格を算定し、これを基準にした価格を発行価額とした。

（一）発行新株数 記名式額面普通株式二二〇〇万株

（二）割当方法 発行する株式全部をいなげやに割り当てる。

（三）発行価額 一株につき金一一二〇円

（四）払込期日 平成元年七月二六日

また、申請人といなげやは、同日、業務提携のためのプロジェクト・チームを発足させ、その後、業務提携のための具体的作業を進行中である。

- 8 本件新株発行は、被申請人といなげやとの本件業務提携にとまなう、同時期に相互に新株を発行して資本提携をする目的でされるものであり、相互に相手方会社の発行済株式総数の一九・五パーセントの株式を保有することとしている。そして、被申請人のいなげやに対して発行する新株二二〇〇万株の発行価額総額は二四六億

四〇〇〇万円、いなげやの被申請人に対して発行する新株一二四〇万株の発行価額総額は一九五億九二〇〇万円である。両社は、いずれもインパクト・ローンによって右資金を調達し、払込期日の直後に相手会社からの新株払込金をもってその返済にあてるが、右発行価額総額の差額である約五〇億円についても、被申請人においてこれを特定の業務上の資金として使用する具体的な目的のもとに本件新株発行がされたわけではなく、いなげやにおいては金融機関からの長期借入金としてこれを処理することとしている。

9 本件新株発行にあたっては、商法二八〇条の二第二項所定の被申請人の株主総会決議はされていない。

10 本件新株発行が実行されると、被申請人の発行済株式総数に対する申請人の持株比率は、三三・三四パーセントから二六・八パーセントに低下するうえ、東京証券取引所における被申請人の株価が一挙に低下する蓋然性が極めて高い。

二 そこで、まず、本件新株発行の発行価額が商法二八〇条の二第二項所定の「特二有利ナル発行価額」に該当するか否かについて判断する。

ところで、新株の公正な発行価額とは、取締役会が新株発行を決議した当時において、発行会社の株式を取得させるにはどれだけの金額を払い込ませることが新旧株主の間において公平であるかという観点から算定されるべきものである。本件のように、発行会社が上場会社の場合には、会社資産の内容、収益力および将来の事業の見通し等を考慮した企業の客観的価値が市場価格に反映されてこれが形成されるものであるから、一般投資家が売買をできる株式市場において形成された株価が新株の公正な発行価額を算定するにあたっての基準になるというべきである。そして、株式が株式市場で投機の対象となり、株価が著しく高騰した場合にも、市場価格を基礎とし、それを修正して公正な発行価額を算定しなければならない。なぜなら、株式市場での株価の形成には、株式を公開市場における取引の対象としている制度からみて、投機的要素を無視することはできないため、株式が投機の対象とされ、それによって株価が形成され高騰したからといって、市場価格を、新株発行における公正な発行価額の算定基礎から排除することはできないからである。もっとも、株式が市場においてきわめて異常な程度にまで投機の対象とされ、市場価格が企業の客観的価値よりはるかに高騰し、しかも、それが株式市場における一時的現象に止まるような場合に限っては、市場価格を、新株発行における公正な発行価額の算定基礎から排除することができるというべきである。

これを本件についてみるに、被申請人の東京証券取引市場における株価の推移は前記一に認定のとおりであって、三〇〇〇円以上の状態が一年五か月間、四〇〇〇円以上の状態が一年間と相当長期間にわたって続いており、しかもこのような株価の高騰は、申請人が被申請人の株式を大量に取得したことにその原因の一があるとともに、被申請人の株式が投機の対象となっていることは否定できないところであると考えら

れる。しかし、本件においては、被申請人の株価の推移、特に一定額以上の株価が相当長期間にわたって維持されていることに照らすと、その価格を新株発行にあたっての公正な発行価額の算定基礎から排除することは相当ではない。したがって、本件新株発行において市場価格を無視してこれを基準とすることなく算定され決定された一〇〇円という発行価額は、当時の市場価格からはるかに乖離したものであることからみて、商法二八〇条の二第二項所定の「特ニ有利ナル発行価額」に該当するといふべきである。よって、それにもかかわらず同条項所定の株主総会決議を経ていない本件新株発行は、その手続に法令違反があるといわなければならない。

三 次に、本件新株発行が不公正発行に該当するか否かについて判断する。

商法は、株主の新株引受権を排除し、割当自由の原則を認めているから、新株発行の目的に照らし第三者割当を必要とする場合には、授權資本制度のもとで取締役認められた経営権限の行使として、取締役の判断のもとに第三者割当をすることが許され、その結果、従来の株主の持株比率が低下しても、それをもってただちに不公正発行ということはできない。しかし、株式会社においてその支配権につき争いがある場合に、従来の株主の持株比率に重大な影響を及ぼすような数の新株が発行され、それが第三者に割り当てられる場合、その新株発行が特定の株主の持株比率を低下させ現経営者の支配権を維持することを主要な目的としてされたものであるときは、その新株発行は不公正発行にあたるというべきであり、また、新株発行の主要な目的が右のところにあるとはいえない場合であっても、その新株発行により特定の株主の持株比率が著しく低下されることを認識しつつ新株発行がされた場合は、その新株発行を正当化させるだけの合理的な理由がない限り、その新株発行もまた不公正発行にあたるというべきである。

これを本件新株発行についてみるに、前記認定事実によると、被申請人といなげやとの業務提携の機運は従来からまったくなかったわけではないものの、右両者間でそれが真剣に話し合われたことはなく、本件業務提携は、被申請人、いなげや、ライフストアの三社会併を申請人から提案されたことにより、被申請人といなげやが、申請人の要求を拒否し、対抗するため具体化したものであるところ、本件業務提携にあたり被申請人がいなげやに対し従来の発行済株式総数の一九・五パーセントもの多量の株式を割り当てるのが業務提携上必要不可欠であると認めることのできる十分な疎明はなく、しかも、本件新株発行によって調達された資金の大半は、実質的には、いなげやが発行する新株の払込金にあてられるものであって、差額として被申請人のもとに留保される約五〇億円についても、特定の業務上の資金としてこれを使用するために本件新株発行がされたわけではないこと、また、申請人が被申請人の経営に参加することが被申請人の業務にただちに重大な不利益をもたらすことの疎明もないことからみると、被申請人がした本件新株発行は、申請人の持株比率を低下させ現経営者の支配権を維持することを主要な目的とするものであり、又は少なくともこれにより

申請人の持株比率が著しく低下されることを認識しつつされたものであるのに、本件のような多量の新株発行を正当化させるだけの合理的な理由があったとは認められないから、本件新株発行は著しく不公正な方法による新株発行にあたるというべきである。

四 本件新株発行により申請人が損害を被ることは前記認定のとおりであって、それは容易に回復することのできない損害というべきであり、他方、本件新株発行を差し止めることによつて被申請人が重大な不利益を被ることの疎明はない。そして、本件新株発行の払込期日が間近に迫っており、その期日が到来して引受人が払込みを済ませ本件新株発行の効力が生じた後は差止請求自体が無意味となることも明らかであるから、本件仮処分申請については保全の必要性もあるというべきである。

五 よって、本件仮処分申請は理由があるから、申請人に担保を立てさせることなくこれを認容することとし、申請費用の負担につき民事訴訟法八九条を適用して、主文のとおり決定する。

平成元年七月二五日

東京地方裁判所民事第八部

裁判長裁判官 山口和男 裁判官 佐賀義史 裁判官 垣内正

参考判例 3

新株発行禁止仮処分申請事件
東京地裁平元(ヨ)二〇八〇号
平元・9・5民八部決定

決 定

申請人 高橋産業株式会社
右代表者代表取締役 高橋卓也 ほか六名
右七名代理人弁護士 加地和
同 浜垣真也
同 新保克芳
被申請人 株式会社宮入バルブ製作所
右代表者代表取締役 大山哲浩
右代理人弁護士 塩川哲穂
同 高井伸夫
同 河合弘之
同 安藤秀男
同 伊藤博

主 文

- 一 本件申請を却下する。
- 二 申請費用は申請人らの負担とする。

理 由

第一 当事者の申立て及び主張の要旨

- 一 申請人らは、「被申請人が、平成元年八月二日の取締役会決議に基づき、現に手続中の記名式額面普通株式二五〇万株の発行を仮に差し止める。」旨の裁判を求めた。
- 二 申請の理由の要旨は次のとおりである。
 - 1 被申請人は、バルブの製造及び販売等を目的とする、資本の額一二億五〇〇〇万円、発行済株式総数一三八〇万株の株式会社である。
 - 2 申請人らは、いずれも被申請人の株主であり、合計で一六三万二〇〇〇株を保有している。

3 被申請人は、平成元年八月二一日開催の取締役会において、次の内容の新株発行をする旨の決議をした（以下「本件新株発行」という。）

発行新株式数 記名式額面普通株式二五〇万株

額面金額 一株につき五〇円

発行金額 一株につき八五一円

申込期日 平成元年九月五日

払込期日 平成元年九月六日

割当方法 第三者割当（主要取引先に割り当てる）

4 しかし、本件新株発行は次のとおり法令に違反し、かつ著しく不公正な方法によるものであり、差止めを免れない。

（一）法令違反（特に有利な発行価額による発行）

被申請人の株価は、平成元年七月末ころから一〇〇〇円を超え、同年八月三日以来終値が一三〇〇円を下回ったことはなく、本件新株発行を決議した取締役会の直前日の終値は一四八〇円であるから、被申請人が発行価額を決定するには当然この市場価格を基準とすべきである。しかるに、本件新株の発行価額八五一円は右終値に比較して四二・五パーセントも低く、市場価格との乖離が大き過ぎ、特に有利な発行価額であることは明らかである。それにもかかわらず、本件新株発行については、商法二八〇条の二第二項に定める株主総会の特別決議を経ていないから、本件新株発行は法令に違反する。

（二）著しく不公正な方法による発行

本件新株発行は、特に資金調達の実必要性もないのに、平成元年六月五日現在で合計六四〇万株を保有するに至った申請人ら及びこれを支持するグループの持株比率を低下させる目的でなされるものであり、商法二八〇条の一〇にいう「著しく不公正な方法」による発行であって、これにより、申請人らは、被申請人の発行済株式総数に対する持株比率を大幅に低下させられるという不利益を受ける。

5 申請人らは、被申請人に対し本件新株発行差止めの訴えを提起する準備中であるが、払込期日までに時間がなく、右期日が到来して引受人が払込を済ませ本件新株発行の効力が生じた後になっては差止請求自体が無意味となるうえ、これにより、申請人らは前記のとおり損害を被るのであるから、本件仮処分による保全の必要性がある。

三 被申請人は主文同旨の裁判を求め、申請人らの主張に対しては次のとおり反論した。

1 発行価額について

本件新株の発行価額八五一円は、平成元年二月二〇日から同年八月一八日までの終値平均に〇・九を乗じて算出した価額である。同年七月一四日の臨時株主総会終了後から本件新株の発行を決定した同年八月二一日の取締役会の直前に至るまでの間に、被申請人の株価は異常に高騰したのであるから、右取締役会直前の価格ない

し短期間の価格平均を発行価額の基礎とすることは妥当でなく、右の算出方法をとることには合理性がある。また、これは、新株発行価額を「第三者割当増資を決議した取締役会の直前日の終値又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・九を乗じた価格以上」とする証券業界の自主ルール「時価発行増資に関する考え方」(平成元年八月八日改定)にも合致するものであり、以上によると、本件発行価額が「特に有利な発行価額」でないことは明らかである。

2 発行方法について

本件新株発行は、原材料の仕入価格の急騰、輸出実績の落ち込みなど、被申請人を取り巻く厳しい環境の中で被申請人が生き残り業容の発展拡大を図るための資金を調達する目的でなされるものであって、申請人らの持株比率を低下させる目的でなされるものではない。新株の発行による調達資金約二億円の用途は、1 台湾のバルブ・タンクメーカー「新隆工業股 有限公司」(以下「新隆」という。)の買収及び設備改善費用として一億五〇〇〇万円、2 鉄鋼弁部門の生産体制の自動化・省力化を図るためのトランスファーマシンシステム導入資金として七億円、2 甲府工場における生産管理及び販売管理の効率化を徹底させるための新コンピュータシステム導入資金として五〇〇〇万円である。被申請人にはこのように差し迫った資金調達の必要性があるが、これを銀行借入によって調達することは、被申請人が、昭和六三年一二月に金融機関に対し一億七〇〇〇万円の債務返済を行うなど、従来の借入金依存体質からの脱却を図っている時期にあることからできないし、また、被申請人は七年間無配を続けており、証券業界の「増資取扱内規」が定める一株当たり配当金五円以上という要件を満たさず、公募増資等による資金調達もできないため、新株を第三者に割り当てる方法により調達せざるを得なかったものである。したがって、本件新株の発行方法は「著しく不公正」ではない。

第二 当裁判所の判断

- 一 本件記録及び審尋の結果によれば、次の事実を一応認めることができる(一部当事者間に争いのない事実を含む。)
 - 1 被申請人は、バルブの製造及び販売等を目的とする、資本の額一億五〇〇〇万円、発行済株式総数一三八〇万株の株式会社であり、申請人らは、被申請人の株式を合計で一六三万二〇〇〇株を保有する株主である。
 - 2 被申請人は、平成元年一月、海外メーカーの買収を海外戦略の基本方針として採用することとし、在外の販売店、代理店、商社等に対し買収対象企業の情報収集を依頼した。同月十九日、台湾の代理店「光」から新隆の推薦があり、同社の設備、生産体制、投資環境などを調査した後、同年五月一七日の取締役会において新隆の買収計画を進めることを決定し、光 に対し被申請人の増資が成功することなどの条件の下に新隆との間で買収交渉を行う権限を付与した。新隆の株式買収及び設備改善資金として必要と見込まれる金額は合計一億五〇〇〇万円である。また、こ

れと並行して鉄鋼弁の生産設備の自動化及びコンピューターシステムの改善などの投資計画が策定され、それらの費用として合計七億五〇〇〇万円が必要と見込まれている。

3 被申請人の株価は、平成元年七月二一日まではほぼ七〇〇円台の後半から九〇〇円台を推移していたが、同月末ころから一〇〇〇円を超え、同月一四日開催の臨時株主総会の模様がテレビ放映された同年八月四日から本件新株発行が決議された同月二一日までは思或買いによりさらに買い進まれ、最低でも一三〇〇円を下らず、最高では一七〇〇円台となった。

4 被申請人は、平成元年八月二一日開催の取締役会において、次のとおり、本件新株発行をする旨の決議をした。

発行新株式数 記名式額面普通株式 二五〇万株

額面金額 一株につき五〇円

発行金額 一株につき八五一円

申込期日 平成元年九月五日

払込期日 平成元年九月六日

割当方法 第三者割当（主要取引先に割り当てる）

5 右発行価額八五一円は、証券業界の自主ルール「時価発行増資に関する考え方」に従い、平成元年二月二〇日から同年八月一八日までの終値平均に〇・九を乗じて算出された値である。また、被申請人は七年間無配を続けているため、証券業界の定めた「増資取扱内規」の一株当たり配当金五円という要件を満たさず、公募増資による資金調達は事実上不可能であり、本件新株二五〇万株は、被申請人の関連会社一社（割当数五一万株）のほか金融機関及び取引先に割り当てられた。

6 申請人ら及びこれに同調する株主らは、被申請人の株式の約四七パーセントを保有しているが、本件新株発行によりその持株比率は約四〇パーセントに低下する見込みである。

二 そこで、まず、本件新株の発行価額が商法二八〇条の二第二項に定める「特に有利な発行価額」であるか否かにつき検討する。

新株の公正な発行価額とは、取締役会が新株発行を決議した当時において、発行会社の株式を取得させるにはどれだけの金額を払い込ませるのが新旧両株主の間において公平であるかという観点から算定されるべきものである。そして、本件のように、発行会社が上場会社の場合には、会社資産の内容、収益力及び将来の事業の見通しなどを考慮した企業の客観的価値が市場価格に反映されてこれが形成されるものであるから、一般資本家が売買をできる株式市場において形成された株価すなわち市場価格が新株の公正な発行価額を算定するに当たっての基準となるが、新株発行決議以前に投機等により株価が急騰し、かつ急騰後決議時まで短時間しか経過していないような場合には、右株価は当該株式の客観的価値を反映したものとはいえないから、株

価急騰前の期間を含む相当期間の平均株価をもって発行価額とすることも許されるというべきである。

これを本件についてみるに、被申請人の株価が、前記一三で認定のとおり推移しているという事情のもとでは、被申請人が証券業界の自主ルールに従い本件新株発行価額を平成元年二月二〇日から同年八月一八日までの終値平均に〇・九を乗じて算出した価格としたことに合理性がないとはいえない。

そうすると、本件新株の発行価額は特に有利な価額とはいえず、この点に関する申請人らの主張は理由がない。

三 次に、本件新株発行が商法二八〇条の一〇にいう「著しく不公正な方法」によるものであるか否かにつき検討するに、新隆の買収、鉄鋼弁生産設備の自動化、コンピューターシステムの改善に要する費用が合計で約二億円と見込まれていることは前記一二に認定のとおりであり、これを覆すに足りるほどの疎明はないから、被申請人には右目的のために資金を調達する必要があるということが出来る。また、右資金の調達方法についてみても、金利の支払いを必要としない新株発行の方法によることには合理性がある。

これらの認定事実等に鑑みると、本件新株発行が、被申請人が昭和六三年一二月一五日、二八〇万株を増資してから八か月余りしか経過していないのに発行されたこと及び被申請人が申請人らから自社の株式を買い占められ平成元年七月一四日開催の被申請人の臨時株主総会で被申請人の現代表者らが僅差で切り抜けたこと（これらの事実は一件記録上明らかである。）を考慮しても、本件新株発行の主要な目的が申請人らの持株比率を低下させ現経営者の支配権を維持することにあるとまでは断定できず、むしろ、本件新株発行の主要目的は前記認定のとおり資金調達のためのものといわざるを得ないし、また、第三者割当の方法についてもそれが著しく合理性を欠くとすることはできないというべきである。そうすると、本件新株発行が「著しく不公正な方法によるもの」とまでいうことはできないから、この点に関する申請人らの主張も理由がない。

四 よって、本件仮処分申請は被保全権利の疎明がなく、保証を立てさせて疎明に代えることも相当でないからこれを却下することとし、申請費用の負担につき民事訴訟法八九条、九三条一項を適用して、主文のとおり決定する。

平成元年九月五日

東京地方裁判所民事第八部

裁判長裁判官 山口和男 裁判官 佐賀義史 裁判官 坂倉充信

