

新株予約権付社債の有利発行・不公正発行該当性

【文 献 種 別】 判決／東京高等裁判所

【裁判年月日】 令和 1 年 7 月 17 日

【事 件 番 号】 平成 30 年（ネ）第 4486 号

【事 件 名】 損害賠償請求控訴事件

【裁 判 結 果】 棄却

【参 照 法 令】 会社法 238 条 3 項 1 号・247 条 2 号・429 条 1 項

【掲 載 誌】 判時 2454 号 64 頁、金判 1578 号 18 頁、資料版商事 426 号 70 頁

◆ LEX/DB 文献番号 25564027

早稲田大学教授 川島いづみ

事実の概要

東京証券取引所市場第 1 部の上場会社 Z（補助参加人）は、平成 27 年 9 月 1 日開催の取締役会において転換社債型新株予約権付社債（以下「本件新株予約権付社債」という）の発行（以下「本件発行」という）を決議し（以下「本件決議」という）、同日の市場取引終了後にこれを公表した。Z は、本件決議において本件新株予約権付社債の発行条件のほとんど（額面金額 1000 万円、総額 300 億円、新株予約権 3000 個、行使期間平成 27 年 10 月 1 日から平成 32 年 9 月 3 日まで、払込期日・発行日は同月 17 日等々）を決定したが、払込金額（額面金額の 100.5%）、募集価格（額面金額の 103.0%）および新株予約権の転換価額（1443 円）は、同日夜ユーロ市場で行われたブックビルディング（以下「本件ブックビルディング」という）を経て決定された。なお、Z は、P から同月 1 日付けおよび 2 日付けの評価報告書を取得していた。

公表の結果、Z の株価は下落し、同月 16 日の終値は 1046 円、1 日の終値 1429 円からの下落率 26.8% となった。Z の株主 X（原告・控訴人。議決権保有比率は 21.96%）は、Z に対し、同月 4 日付けの書簡により、本件発行の公表後 Z の株価が 24.4% 下落していることなどから本件発行の撤回可能性を含めて検討・説明を求め、さらに同月 10 日付けの通知書により本件発行の撤回等を重ねて要請した。これに対して Z は、同月 9 日付け文書、同月 15 日付け回答書により、それぞ

れ撤回の意思がない旨、要請には応じられない旨を回答した。この間 Z は、社外取締役 A の請求により同月 11 日に開催した臨時取締役会において、A の提案した本件発行の撤回を反対多数で否決している。本件新株予約権付社債がすべて株式に転換されると X の議決権保有比率は約 19% に低下し、持分法適用関連会社の関係が解消される。

X は、Z の取締役 Y ら（被告・被控訴人）に対し、株主総会決議を経ずに特に有利な条件で本件発行をしたこと、X の保有議決権比率を稀釈化する不当な目的で本件発行をしたこと、および、本件発行の公表により Z の株価が下落するなどの状況にもかかわらず、本件発行を行ったことについて、会社法（以下「法」という）429 条 1 項または民法 709 条・719 条に基づき損害賠償責任等を追及した。原審（東京地判平 30・9・20 判時 2454 号 78 頁、金判 1554 号 40 頁、資料版商事 415 号 83 頁）¹⁾ が請求を棄却したので、X は控訴した。

判決の要旨

控訴棄却。

1 「特に有利な条件」（法 238 条 3 項 1 号）について

転換社債型新株予約権付社債の発行に当たり、当該新株予約権付社債に付された「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。」

「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、特段の事情のない限り、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）。」「本件新株予約権付社債の発行条件については、本件ブックビルディングを経て決定されていることをもって、『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が決定された』ということができる。」

2 「著しく不公正な方法」（法 247 条 2 号）について

「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。」

本件決議の頃に X と Y らとの間で「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る」。しかしながら、①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調達目的で行われたものであると推認するのが相当

であり、②取締役会で、他の資金調達手段と比較して新株予約権付社債（エクイティ・ファイナンス）の優位性を確認した上で本件決議がされ、③ Z 株式の市場価格が転換価格を上回らなければ転換されないものであるから、株式の募集の場合と異なり X の持株比率が直ちに低下することはなく、④株式の募集や第三者割当による新株予約権付社債の募集と比べて X の持株比率を低下させる確実性は弱いこと、⑤ Y らと X の間の争いは経営支配権をめぐる差し迫ったものとはいえず、X の持株比率を低下させる強い動機があったとまではいえないことに鑑みると、X 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。」

判例の解説

一 はじめに

本件は、転換社債型新株予約権付社債（以下「CB」という）の公募発行について、①有利発行（法 238 条 3 項 1 号）の該当性、②不公正発行（法 247 条 2 号）の該当性、および、③本件発行を行った取締役の責任が争われた事案である。本判決は、基本的に原審判決を踏襲して、①および②の該当性を否定し、③取締役の責任を否定している。①に関しては、平成 27 年最高裁判決（最判平 27・2・19 民集 69 巻 1 号 51 頁。以下「平成 27 年最判」という）の判断枠組みを採用し、本件 CB の発行条件が本件ブックビルディングを経て決定されたことをもって「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が決定された」といえると判示した高裁段階の裁判例として、注目される²⁾。なお、有利発行が会社の損害を生じさせるかという論点は取り上げられていない。②に関しては、新株予約権付社債の発行について主要目的のルールで判断した初めての高裁判決とみられるが³⁾、問題となったのが CB の公募発行であること、および、X が本件発行により持分法適用関連会社の地位を失うことになるものの差し迫った争いではないとされたことが、その判断にどのように影響するかについて、事例的意義を有している。

本稿では、紙幅の制約もあり、①と②を取り上げることとする。なお、①に関連して、本判決は、

いわゆるスプレッド方式（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の差額を受領する方式）を採用する場合における新株予約権の実質的対価の算定についても判示しているが、この点も紙幅の関係で割愛する。

二 有利発行について

新株予約権付社債に関する従来の裁判例は、CBについても、当該CBに付された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て、実質的な対価が公正な価値を大きく下回るときに「特に有利な条件」による発行（有利発行）に該当すると解釈しており（東京地決平19・11・12金判1281号52頁、名古屋地決平20・11・19金判1309号20頁。いずれも第三者割当に関する事案）、本判決もこれを踏襲している。

他方で、本判決は、当該新株予約権の公正な価値が機械的・一義的に定まるものではなく、公正な価値の評価手法に定まった見解もないことに鑑み、公募による新株予約権付社債の発行に当たり、取締役会が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といえる場合には、特段の事情がない限り、その発行条件は「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とし、「平成27年最高裁判決参照」と判示している。裁判所が事後的に異なる算定方法を用いるなどして改めて発行条件を定めて有利発行該当性を判断することは、取締役らの予測可能性を害することになり相当でないことを理由とする。そして、本件CBの発行条件は、本件ブックビルディングを経て決定されていることをもって「客観的資料に基づく一応合理的な算定方法によって」決定されたといえると判示した。有利発行該当性の審査において、実質的な対価の算定方法や公正な価値の評価方法の選択や算定結果ではなく、発行条件の決定過程に着目する審査手法であるといえることができる⁴⁾。取締役の予測可能性を考慮するのは、任務懈怠責任が追及される事例であることの影響であるとの指摘もある⁵⁾。

しかしながら、平成27年最判（アトネイチャー事件）は、非上場会社の新株の第三者割当に関するものであり、不公正発行も問題となっていない事案であって、本件に妥当するかには、やはり疑問がある⁶⁾。本判決も、「持分法適用関連会社関

係を解消する目的で新株予約権付社債が発行される場合が直ちに不公正発行から除外される理由はなく」、と述べているように、本件は、不公正発行の該当性も問題となり、取締役の判断が利益相反該当性によって影響を受けている可能性のある事案である。このような場合には、有利発行該当性の判断においても、通常の経営判断に関する場合とは異なり、裁判所による慎重な⁷⁾、より踏み込んだ審査が求められる。

また原審判決が、ブックビルディングを経て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り」決定されたといえるとしたことに対しては、当該ブックビルディングの結果も、これを踏まえたYらの判断プロセスもほとんど言及されていないとの批判があった⁸⁾。本判決は原審判決の立場を踏襲しつつ、当該算定方法による算定結果から発行条件の決定に至る過程の合理性は「特段の事情」で検討すべきものであると位置づけて、原審判決よりは多少詳しい言及を行っている⁹⁾。しかしながら、前述のように利益相反性のある本件では、そもそもこの判断枠組み自体が適切であるとはいえないように思われる¹⁰⁾。さらに本判決は、「特段の事情」の有無の判断において、Zが取得した9月2日付け評価報告書を取り上げて、本件新株予約権付社債の理論価値の算定に当たって考慮された流動性の制約（マーケット・インパクト）について、その経済合理性には疑問を抱かざるを得ない等と述べつつも、本件発行後の本件新株予約権付社債の市場価格が評価報告書の算定方式による理論価値と整合的に推移していることが窺えることなどから、「特段の事情」の存在を否定している。「特段の事情」の立証の難しさが窺われる。

三 不公正発行について

判決の要旨2の最初の引用にあるように、本判決は、著しく不公正な方法による発行（不公正発行）の該当性をいわゆる主要目的ルールによって判断したものと思われる¹¹⁾。募集株式の発行等が不当な目的を達成する手段として利用されるときは、不公正発行に該当すると解されるところ¹²⁾、主要目的ルールとは、会社支配権について争いのある中で、取締役による募集株式の発行等が、支配権の維持・争奪等を主要な目的としてなされた

か否かによって不公正発行該当性を判断する方法であり、裁判所が採用してきたものである。従来、不公正発行が問題となる事案は第三者割当増資に関するものが一般的であるが、株主割当（大阪高判平 28・7・15 金判 1500 号 23 頁）や公募増資（東京高決平 29・7・19 金判 1532 号 57 頁）が問題となった例もある。

裁判例は、経営支配権の維持・争奪等と資金調達のいずれが主要な目的かが争われた事案において、前者を主要な目的であると認めない傾向が強いものの、近年では、資金調達目的についてかなり具体的な審査を行うようになってきている。もっとも、従来、不公正発行該当性が問題となった事案の多くは、本判決の表現を借りれば「経営支配権について差し迫った争い」のある事案である。公募増資に関する事案である前掲東京高決平 29・7・19（出光興産事件）においても、当該公募増資が行われると、合併等に反対してきた債権者側の議決権保有割合が 3 分の 1 を下回るという差し迫った状況において、その公募増資を必要とするような資金調達の必要性・合理性があるのかについて、裁判所による具体的に詳細な審査が行われている。

これに対して本件では、本判決は、X と Y らの争いを「経営支配権についての争いに準ずる争い」と捉え、「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と認められれば」不公正発行に該当する可能性があるとしつつも、おそらく「準ずる争い」であるために、資金調達の必要性や調達方法の合理性を詳細に検討してどちらが主要な目的かを判断するという方向へは進まず、判決の要旨 2 に記載の①～⑤を挙げて、持分法適用関連会社関係の解消を主要な目的として本件発行を行ったとまで認めることはできないと判示している。このうち①は資金調達目的に関するものであるが、裁判所の審査は前掲東京高決平 29・7・19 等と比べて表面的であり¹³⁾、②の取締役会における資金調達方法の合理性に関する検討も、表面的なものに留まっている。③と④はユーロ市場での公募であることと本件 CB の特性からする理由付けであり、⑤はこの争いが差し迫ったものではなく強い動機といえない、ということである。

学説には、資金調達目的と公募であることに加

え、既存株主の議決権比率が直ちに低下しないという CB 固有の特性からして、妥当な判断であるとの評価が散見される¹⁴⁾。とはいえ、本判決も述べるように、Y らが本件決議の頃 X の持株比率を低下させたいと思っていたことは否定し難いところ、本判決によれば、取締役は、差し迫った争いの前段階であれば、資金調達権限の行使により株主構成を変更しうることになるのではないかと危惧される。

●——注

- 1) 原審判決の評釈等として、大塚和成・銀法 837 号（2019 年）68 頁、弥永真生・ジュリ 1528 号（2019 年）2 頁、北村雅史・法教 463 号（2019 年）135 頁、松中学・商事 2192 号（2019 年）10 頁・同 2193 号（2019 年）35 頁、行岡睦彦・リマークス 59 号（2019 年）78 頁。
- 2) 本判決の評釈として、阿南剛・企会 71 巻 12 号（2019 年）84 頁、潘阿憲・法教 473 号（2020 年）129 頁、鬼頭俊泰・税務事例 52 巻 11 号（2020 年）81 頁、吉田正之・金判 1609 号（2021 年）2 頁。
- 3) 潘・前掲注 2）129 頁。
- 4) 同様の立場をとる原審について、行岡・前掲注 1）81 頁。
- 5) 北村・前掲注 1）135 頁。
- 6) この点に疑義を示すものに、弥永・前掲注 1）3 頁、松中・前掲注 1）2192 号 12～13 頁、鬼頭・前掲注 2）84 頁。
- 7) 原審判決につき、松中・前掲注 1）2192 号 12 頁、行岡・前掲注 1）80 頁。なお、久保田安彦「公開会社の有利発行規制の再検討」久保大作ほか編『企業金融・資本市場の法規制』（商事法務、2020 年）121 頁以下。
- 8) 松中・前掲注 1）2192 号 14 頁。
- 9) 鬼頭・前掲注 2）85 頁は、本判決についてブックビルディング方式を採用するに至った手続も検討の必要がある」と指摘する。
- 10) 阿南・前掲注 2）87 頁は、この枠組みによれば、決定過程の合理性を否定するに足りる事情が積極的に認められなければならないことになると指摘する。
- 11) 新株予約権付社債の発行について主要目的のルールで判断した裁判例として、東京地決平 19・11・12 金判 1281 号 52 頁や名古屋地決平 20・11・19 金判 1309 号 20 頁。
- 12) 江頭憲治郎『株式会社法〔第 7 版〕』（有斐閣、2017 年）773 頁、神田秀樹『会社法〔第 23 版〕』（弘文堂、2021 年）163～164 頁。
- 13) 原審判決につき、松中・前掲注 1）2193 号 37 頁。
- 14) 潘・前掲注 2）129 頁、鬼頭・前掲注 2）86 頁、吉田・前掲注 2）6 頁。シンガポール市場への上場予定とのことから、通常の公募と同様に論じられるか疑問であるとする見解（弥永・前掲注 1）3 頁、鬼頭・前掲注 2）86 頁）もある。