

第三者割当による新株発行と 取締役の株主に対する責任

前 嶋 京 子

- I はじめに
- II 株主の損害
 - (1) 旧株主の損害
 - (a) 経済的な損害
 - (b) 会社支配に関する損害
 - (2) 新株主の損害
- III 取締役の責任
 - (1) 株主に対する責任に関する従来の議論
 - (2) 旧株主に対する取締役の責任
 - (3) 新株主に対する取締役の責任
- IV 結語

I はじめに

会社が第三者割当により新株を発行するに際しては、特に有利な発行価額によって新株を発行する場合には、株主総会の特別決議を経る必要がある(商法280条ノ2第2項)。この規定に違反して、第三者割当増資が行われようとした場合には、株主はその差止を請求することができ(商法280条ノ10)、事前に自己の損害を防止する手段が与えられている。また、第三者に対する新株発行が特に有利な価額でなされるものではない場合であっ

ても、不公正な方法による株式の発行に該当する場合には、同様に、株主からの新株発行差止の請求がなされ得る（商法280条ノ10）。新株の発行が事前に差止められれば、株主に損害は生じないが、新株発行の差止請求がなされないまま新株が発行され、あるいは、株主の差止請求や裁判所の差止の仮処分を無視して新株が発行された場合には、株主に損害が生じることが考えられる。一方、商法266条ノ3では取締役の第三者に対する責任が定められている。本条については、第三者に株主を含むのか、含むとすれば、株主のいかなる損害について、取締役は責任を負うのかが従来より議論されているところである。第三者割当増資が行われたことによって株主が損害を蒙った場合、株主は、どの範囲のどのような態様の損害について、取締役に対しての損害賠償請求をすることができるのであろうか。企業買収に対する対抗策などとしても第三者割当増資が行われ、いかなる場合に差止が認められるかといった問題については、近年特に多くの議論がなされている。このような議論に際して、株主に損害が生じた場合には、商法266条ノ3の取締役の責任が問題とされることが付言されたりもする。しかし、具体的にいかなる株主のいかなる損害について取締役は責任を負うと考えるのかに言及するものは少ない。そこで本稿では、第三者割当増資に関連して、取締役は株主に対しどのような損害について責任を負うと考えるのかについて検討する。

Ⅱ 株主の損害

第三者に対する新株発行であっても、通常は、取締役会の決議のみによってなすことができる。しかしながら、第三者に対する新株の発行価額が特に有利なものである場合には、株主総会の特別決議を経る必要がある（商法280条ノ2第2項）。かかる特別決議がなされぬまま有利発行がなされた場合、また、新株発行が特に有利な発行価額によらない場合であっても、新株発行が会社支配に変動を生ぜしめる状況下においては、当該新株発行

が不公正な方法による場合には問題が存する。法律上の手続が遵守され、株主総会の特別決議に基づいて第三者に有利な価額での新株発行がなされた場合には、通常、取締役職務遂行上の責任は存しないものと考えられる⁹⁾。株主総会の特別決議なしに特に有利な価額での新株発行がなされようとした場合、若しくは、不公正な新株発行がなされようとした場合には、株主には差止請求権が認められており（商法280条ノ10）、新株の発行が差止められれば、株主に損害は生じない。新株発行差止の請求がなされなかった場合、あるいは、株主の差止請求や裁判所の差止の仮処分等を無視して新株が発行される等、現実に新株が発行された場合に、株主の損害が問題となる。なお、第三者割当増資における取締役の責任と関連して考察される株主の損害は、主に旧株主の損害についてであるといえるが、新株発行が無効とされた場合や新株発行直後に会社が倒産した場合などにおいては、新株主の損害についても問題となる。以下では、これら株主の損害について検討する。

（1）旧株主の損害

（a）経済的な損害

第三者に対する新株の発行価額が特に有利なものである場合、かかる新株発行がなされれば、旧来からの株主は、まず、経済的な損害を蒙ることが予想される。このことについては、従来から、新株が新株発行当時における旧来の持分価値よりも低い発行価額で発行されると、旧株主がそれまで有していた持分価値の一部が新株に移転し旧株主の経済的利益が害される¹⁰⁾とされたり、既存株主が受け取る具体的な利益配当は、新株発行後における配当参加株式の数およびその権利内容に依存するから、新株がその権利内容に対応する財産的価値に比して低い価額で発行される場合に、既存株主の財産的利益は不利な影響を受ける¹¹⁾と述べられたりしてきている。そこで、新株の特に有利な発行価額の意義について問題となるが、判例・学説上、第三者割当増資における特に有利な発行価額を考察するについて

は、まず、何が公正な発行価額であるかが検討される。

判例上、最高裁第三小法廷昭和50年4月8日判決⁶⁾においては、上場会社株式の公正発行価額に関して、次のような考えが述べられている。すなわち、「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⁶⁾」。このような考えは以後の裁判所の判断にも引き継がれている⁶⁾。公正な発行価額を考察するについては、上記最高裁判決にもみられる如く、一つの要素として資金調達目的達成の可能性・株式消化可能性をも考慮に含めることが裁判所の判断においては述べられることが多い⁶⁾。株式の市場価額については、あくまでこれを重視し、新株の公正な発行価額を算定するにあたっての基準となるべきであるとし、ただ、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、その市場価額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とどまるような場合に限って算定基礎から排除することができるとする見解がある⁶⁾。また、常に市場における株価だけを絶対視することは、この本質を見誤るものだとして、株価が主として投機的思惑により形成されたものであり、会社の資産状態、収益力等その企業としての客観的価値を正しく反映していないものであるときには、投機的思惑によって異常に高騰したと認められる部分は、考慮されてはならないとする見解⁶⁾がみられる。

学説上、概ね、株式に市場価額がある場合には、公正な発行価額を考慮するに際して、株式市場で形成される時価を基準とするべきであると考えられている⁶⁾。このとき、株式の価額、会社の資産状態、収益状況、株式市況の予想等を考慮する⁶⁾だけでなく、新株発行の実現をも考慮すべきである⁶⁾から、株価から若干減額した金額も公正な発行価額と認められると

する立場⁶⁴がある一方で、公正な発行価額を判断するにあたって、資本調達の目的達成ないしは新株消化の可能性という経営的要素を考慮に入れることは妥当とはいえないとし、公正な発行価額とは価額決定時の旧株の時価と同一の価額をいうとする立場⁶⁵もある。また、抽象的な企業の客観的価値を探究するというのではなく、市場価額を基準に発行価額が定められるべきであるとする立場⁶⁶や、企業結合を目的とした新株発行の場合には、株式の実価に公正発行価額の基準を求めるのではなく、市場価格に公正発行価額の基準を求めることによって旧株主の保護を図る態度が妥当であるとする立場⁶⁷もある。さらに、価格がいかなる要因で形成されていようとも、市場価格を公正な発行価額の判断要素とすべきであるとの立場⁶⁸と時価を基準とすべきであるとしても、それが異常な投機により一時的に高騰している場合時価による必要はないとする立場⁶⁹、異常な投機により一時的に時価が高騰している場合には、それ以前の平均株価を基礎にして発行価額の有利性が判断されるとする立場⁷⁰とが存在する。また、買占めにより時価が高騰した場合には、高騰する以前の株価によって新株を発行しても有利発行にならないとする立場⁷¹と、買占めが肩代り目的等不当な目的によるものであり、株価に合理性がないこと、株価が近く下落する可能性が明らかである場合は別途検討する余地があるが⁷²、買占めが経営権の争奪と関連してなされるときには、高騰した株価を基礎に発行価額が定められなければならない有利発行となるとする立場⁷³がある。

公正な発行価額及び特に有利な発行価額が考察されるのは、通常、新株の発行に際して株主総会の特別決議を経る必要があるか否か、及び、株主総会の決議を経なかった場合に新株発行の差止を認めるべきか否かを検討するためであるといえる。従って、新株が発行され株主が損害を蒙る前に、これを防ぐべき配慮のもとでの議論である。しかし、特に有利な価額で現実に発行された場合に、実際に旧株主が蒙る損害の内容や程度等についても、各立場に従って異なる考えが示されるであろうことは、推測に難くない。例えば、公正な発行価額で新株が発行されれば株主に損害は発生しな

い点については問題はないが、市場価額のある株式につき、時価よりかなり低い価額で新株が発行された場合に、公正な価額に関する考え自体が一致している訳ではないから、株主が損害を蒙ったと考える立場と必ずしも損害を蒙ったといえないとする立場とが存するものと考えられる。

他方、取締役の対第三者責任を考察する上での従来の議論では、取締役が責任を負う第三者の損害に関して、間接損害・直接損害の概念が用いられる。もっとも、間接損害・直接損害の概念自体が、損害概念を二分するものではなく、多分に曖昧な点を含むものではあるが、これを株主の損害について考えると、株主の損害には、会社が損害を蒙った結果株主が蒙る損害（間接損害）と、会社が損害を蒙ったか否かにはかかわりなく、株主が直接的に蒙る損害（直接損害）とが存することになる。第三者割当増資において、新株が有利発行されたために株主が蒙る経済的損害を検討すると、公正な価額で発行されるべきところ、それより低い有利価額で新株が発行されたという会社の財産面での損害がみられるから、間接損害としての株主の損害が考えられる。会社の財産面での損害と関連して株主が蒙る損害については、会社の損害が回復されれば、通常、株主の損害も回復される。従って、公正な価額で発行すれば得られたであろう財産額が、新株引受人から支払われ（商法280条ノ11）あるいは、取締役が会社に対しての責任（商法266条1項5号）を果たすことなどにより、会社の損害が回復されれば、株主の損害ももはや存しないものとなろう。しかし、株式の客観的価値が、会社財産に対応するものとしてのみ決せられるものではなく、様々な要素を含めて考察されることに鑑みると、公正な価額で発行されなかったことにより会社が財産的に損害を蒙った結果による損害（間接損害）ばかりでなく、旧株主固有の損害（直接損害）を考慮する余地もないとはいえず、かような損害については、事後的な会社財産における損害の回復をもって株式の客観的な価値も完全に回復されたと安易になしうることについては、疑問の残るところである。そして、このような問題は、市場価額の存する株式ばかりに存するものではない。

(b) 会社支配に関する損害

第三者に対する新株の発行価額が特に有利であった場合のみならず、特に有利な発行といえない場合にも、新株発行により発行済株式総数に対する持株比率が変動することから、会社支配に関する旧来の株主の利益が害せられるおそれが存する。もっとも、新株発行があれば、若干の持株比率の変動があるのは通常のことである。従って、第三者に対する新株発行が有利発行といえないまでも、不公正な方法による場合に、株主の会社支配に関する損害が問題になるものと考えられる。新株発行が著しく不公正な方法による場合には、株主からの新株発行差止の請求がなされ得るので(商法280条ノ10)、いかなる新株発行が株主の会社支配に関する損害を生ぜしめる不公正な方法に該当するのかは、判例・学説上、差止請求をめぐっての議論のなかで考察されることが多い。

判例上、第三者割当増資が著しく不公平な方法による株式の発行に該当するか否かを判断するに際し、まず、一般的に会社に資金調達が必要であったか否かを検討するものがある⁸⁹⁾。そして、資金調達の必要がある以上、その調達の方法は取締役の裁量に委ねられており、新株発行が他の資金調達方法に比して著しく不利である等、その合理性を疑わしめる特段の事情が認められない限り⁹⁰⁾、あるいは、第三者割当にそれなりの合理的な理由がある場合には⁹¹⁾、特定の株主の持株比率を低下させる意図があったことを全く否定することはできないとしても、著しく不公正な方法による新株発行とはいえないとの判断を示すものである⁹²⁾。次いで、会社に必要な資金を調達することが目的であったとして、第三者割当による新株発行の目的に言及するものがある⁹³⁾。ここでも、特定の株主の持株比率を低下させる意図で新株発行がなされたのではないかとの疑いを全く否定できないにせよ、具体的に資金需要が存し、第三者割当により新株発行したことにつき合理的理由が存する以上、著しく不公正な方法による新株発行とはいえないとの判断を示すもの⁹⁴⁾や、あるいは、新株発行の主要目的は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にあるとは判断で

きずむしろ資金調達为主要目的であるとし、第三者割当の方法についても著しく合理性を欠くということとはできないとして、著しく不公正な方法による新株発行には該当しないとする判断を示すもの⁹⁴がある。これに対して、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、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とはできないが、株式会社においてその支配権につき争いがある場合に、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上述のようなことを目的とし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の判断を示すもの⁹⁵もある。

学説上、支配関係上の争いがあるときに合理的な理由なく新株を発行することが不公正発行に該当することについて、異論はないといえる⁹⁶。しかし、会社に資金調達の必要がある場合においては、意見の相違がみられる。すなわち、会社に資金調達の必要がある場合には、反対派株主の持分比率を低下せしめる結果になっても不公正発行とはいえないとする立場⁹⁷、及び、資金調達の必要と少数株主権排斥の意図との双方があるときは、そのいずれに重きをおいてなされたかにより不公正な方法か否かを決すべきであるとする立場⁹⁸がある一方で、資金の必要は何とでも説明がつくのであって、問題は支配をめぐる対立があるときに勢力の変動を伴う措置をとることの公正さであるとするもの⁹⁹、あるいは、資金調達の必要性が認められたとしても、それだけでは特定の第三者に割当てることが不公正な方法による発行にならないという説明になっていないとするもの¹⁰⁰がある。さらに、不公正な方法による発行でないというためには、資金調達の必要があり、かつ、そのような資金調達の方法しか採り得なかったことについて合理的な理由がなければならないとする立場¹⁰¹がある。あるいは、資金調達の必要

性だけでなく、当該第三者割当を必要とする企業経営上の特別の事情が必要であるとする立場⁹⁴⁾があり、立証責任に関しては、株主側の不利益は株主が主張・立証すべきであるが、企業経営上の必要性については、会社側が立証すべきであるとされる⁹⁵⁾。なお、支配権の変動を伴う新株発行について、支配力を伴う株式が非支配株式より高い価値をもつのは当然である⁹⁶⁾とし、会社支配権の変動を伴う新株発行があれば、既存の支配株主は非支配株主の地位に貶められる結果、支配価値を包含していた既存の支配株式は投資価値のみしか有しないものに転化し、支配株主にとって経済的損害となるから、かかる新株発行には商法280条ノ2第2項の趣旨にしたがった株主総会が必要であるとする立場⁹⁷⁾もある。

第三者に対する新株の発行が有利な価額によるものでなかった場合には、たとえ旧株主の会社支配権との関係で問題があったとしても、通常、会社に損害は発生しないから、株主の蒙る損害は、いわゆる直接損害といえることができる。もっとも、旧株主の会社支配に関する損害といっても、内容・程度は様々であろう。少数株主権の行使が持株比率の低下により不可能となる場合、発行済株式総数の過半数を有することにより会社支配が可能であったのに、持株比率が低下して不可能になる場合、あるいは、会社法上認められる権利の行使が不可能になるばかりでなく、会社に対する支配力が低下することに伴い、商取引上の影響等が生じる場合もあるであろう。もとより、これらの損害は、新株発行を差止めることにより事前に防げるが、その差止請求や差止の仮処分が無視されたり、あるいは、差止請求がなされない場合も考えられる。

株主から新株発行差止の請求があり、裁判所が新株発行差止の仮処分を命じたにもかかわらず、会社がこれ無視して新株を発行した場合の新株発行の効力については、学説上議論の存するところである。すなわち、株主の正当な差止請求を無視して新株が発行された場合⁹⁸⁾、あるいは、新株発行の仮処分を無視して新株が発行された場合には、これを新株発行無効の訴（商法280条の15）における無効原因と解する無効説⁹⁹⁾があり、また、

基本的には無効説に立ちつつ、仮処分が差止の理由なしになされたことを会社が証明するときには、新株発行無効は回避されうるとする説⁶⁴もある。これに対して、新株発行の差止の仮処分を無視して新株が発行されても、新株の発行そのものは無効ではないとする有効説⁶⁵がある。さらに、新株発行差止の仮処分を無視した新株発行についても、かかる新株が善意の第三者に譲渡されない間は、違反部分について部分的に新株の発行を無効と考えるとする相対的無効説⁶⁶も存する。なお、差止の仮処分に違反してなされた新株発行につき裁判所の判断が示された事例では、かかる新株発行は無効であるとの判断が示されている⁶⁷。

新株発行の差止請求がなされなかった場合、不公正発行が新株発行の無効原因となるかに関しては、学説上、取引の安全保護のため新株発行の無効原因を制限的に解すべきであるとの観点から、不公正発行は新株発行の無効原因とはならないとする見解⁶⁸が通説であるとされる⁶⁹。なお、発行された新株が新株発行に瑕疵があることを知って引受け又は譲を受けた者の手許にとどまっている場合には、取引の安全を考慮する必要がないから、無効を主張しうるとする見解⁷⁰や、新株が資金調達目的でなく、既存株主の支配的利益に影響を与える目的（支配目的）をもって発行された場合には、違法な新株発行として新株発行の効力を否定しうるとする見解⁷¹も存する。不公正発行が無効原因となるかについて判断した事例⁷²としては、不公正発行について、株主に事前の新株発行差止請求権が認められるが、いったん発行された以上取引の安全の重要性に鑑み、新株発行の無効原因とはならないとの判断を示したものが存する。また、新株発行が旧来の株主の会社支配に影響を及ぼすと同時に、特に有利な価額による発行でもあった場合、株主総会の特別決議が経られていないという手続的な瑕疵がさらに加わることになる。しかし、株主総会の特別決議を経ることなくなされた新株発行であっても、異論はあるが、無効原因ありと認めないとする立場⁷³が、通説・判例⁷⁴であるとされる⁷⁵。

現実に新株が発行されてしまった場合に、かかる新株発行が不公正であ

ったとして無効を主張し、株主が自己の会社支配関係上の地位を回復することによりその損害を回復しうるかについて検討すると、不公正発行が新株発行の無効原因とはならないとする通説の立場からすれば、新株発行差止の仮処分を会社が無視して新株を発行した等の事情の存する場合でなければ、かかる方法による損害の回復はのぞめないこととなる。このとき、新株発行が有利発行であり、会社法上要求される株主総会の特別決議が経られていない場合であっても、通説・判例の立場からは、同様の結論となる。また、差止の仮処分を無視した新株発行であっても有効であると考えられる立場にあっては、差止の仮処分が得られていた場合であってさえ、かかる新株発行の無効を主張しての株主の損害回復はなしえないことになる。さらに、新株発行無効の訴には提訴期間に制限があることから（商法280条ノ15）、この期間を途過してしまえば、新株発行を無効とすることによる株主の損害の救済は図り得ない。このように、新株が発行されてしまった後に、かかる新株発行を無効として株主の会社支配関係上の地位を旧に復せしめ、その損害を実質的に回復せしめるには、かなりの制約が現実には存するものといえよう。

（2）新株主の損害

第三者割当による新株発行の場合、新株を引受ける第三者は、通常、会社の事情等をよく知した上で株式の発行を受けるのであり、取締役の責任を追及すべき損害を蒙ることは、あまり考えられない。しかし、かかる損害を蒙ることが皆無であるとは言い得ない。第三者に極めて不十分な情報しか与えられていないこと、若しくは、虚偽の情報が与えられていることも考えられ、新株発行が無効とされた場合や新株発行直後に会社が倒産した場合などには、やはり、新株引受人たる第三者が損害を蒙ることもあるといえる。新株発行が無効とされた場合はもちろん、新株発行直後に会社が倒産したような場合も、かかる第三者の損害は、通常、会社が損害を蒙った結果として生じた損害とはいえず、いわゆる直接損害と考えられる。

もっとも、新株発行直後に会社が倒産した場合にも、取締役が会社財産を横領する等の行為があり、会社財産が損害を蒙った結果会社財産に対する持分が低下するという損害を株主として蒙り、あるいは、倒産時の残余財産の分配も受け得なかったという損害が生じることも考えられる。しかし、これらの損害は、新株引受人たる第三者固有の損害ではなく、旧来の株主も同様に蒙る損害である。第三者固有の損害としては、既に倒産寸前であるのに、従って、払い込まれた金員が本来予想される形で会社資金として運用され得ない状況下であるのに、これを知らされず、第三者が新株を引受け、その直後に会社が倒産したような場合に第三者が蒙る損害などが考えられる。

- (1) 吉本健一「新株の発行と取締役の責任」阪大法学153・154号778頁（1990年）。
- (2) 森本滋「第三者割当をめぐる諸問題(1)」金融法務事情1238号10頁（1989年）。
- (3) 吉本健一「新株発行による既存株主の法益侵害とその救済」阪大法学149・150号177頁（1989年）。
- (4) 民集29巻4号350頁。
- (5) 民集29巻4号352頁。
- (6) 最高裁第三小法廷昭和51年3月23日判決金融・商事判例503号14頁，大阪地裁昭和62年11月18日決定 判例時報1290号144頁，大阪地裁平成2年5月2日判決金融・商事判例849号9頁。
- (7) 東京高裁昭和46年1月28日判決 判例時報622号103頁，東京地裁昭和47年4月27日判決 判例時報679号70頁，東京地裁昭和47年9月7日判決 判例時報680号84頁，大阪地裁昭和48年1月31日決定 金融・商事判例355号10頁，最高裁第三小法廷昭和51年3月23日判決 金融・商事判例503号14頁，東京地裁昭和56年6月12日判決 判例時報1023号116頁，大阪地裁昭和62年11月18日決定 判例時報1290号144頁。
- (8) 東京地裁平成元年7月25日決定 判例時報1317号28頁，大阪地裁平成2年5月2日判決 金融・商事判例849号9頁。
- (9) 東京高裁昭和48年7月27日判決 判例時報715号100頁。

- ⑩ 鈴木竹雄＝竹内昭夫『会社法〔新版〕』366頁（1987年），田中誠二『再全訂会社法詳論 下』920頁（1982年），大隅健一郎＝今井宏『会社法論中 卷Ⅱ』582頁（1983年），森本滋「第三者割当めぐりの諸問題②」金融法務事情1240号22頁（1989年），神崎克郎「第三者割当と公正な発行価格」商事法務1191号7頁（1989年），同「第三者割当と株主保護」ジュリスト952号46頁（1990年）。
- ⑪ 石井照久『会社法下巻』16頁（1967年），大隅＝今井・前掲書582頁。
- ⑫ 石井・前掲書16頁，田中・前掲書920頁，大隅＝今井・前掲書582頁以下。
- ⑬ 田中・前掲書920頁，大隅＝今井・前掲書583頁。
- ⑭ 阪埜光男「第三者割当と新株の発行価額」慶応義塾大学法学研究51巻11号54頁以下（1978年）。
- ⑮ 森本・前掲金融法務事情1240号22頁，神崎・前掲商事法務1191号8頁，同・前掲ジュリスト952号46頁。
- ⑯ 官島司「企業結合と新株の有利発行」慶応義塾大学法学研究51巻11号216頁（1978）。
- ⑰ 阪埜・前掲46頁。
- ⑱ 森本・前掲金融法務事情1240号22頁。
- ⑲ 江頭憲治郎「株式評価の方法」裁判実務体系Ⅲ88頁（1985年）。
- ⑳ 大隅＝今井・前掲書586頁注(7)。
- ㉑ 森本・前掲金融法務事情1240号22頁以下。
- ㉒ 森本滋『新版注釈会社法(7)』74頁（1987年），同・前掲金融法務事情1240号22頁，菱田政宏「特異な第三者割当増資に関する考察」商事法務821号8頁（1978年）。
- ㉓ 新潟地裁昭和42年2月23日判決 判例時報493号53頁，大阪地裁昭和48年1月31日決定 金融・商事判例355号10頁。
- ㉔ 新潟地裁昭和42年2月23日判決 判例時報493号53頁。
- ㉕ 大阪地裁昭和48年1月31日決定 金融・商事判例355号10頁。
- ㉖ 新潟地裁昭和42年2月23日判決 判例時報493号53頁，大阪地裁昭和48年1月31日決定 金融・商事判例355号10頁。
- ㉗ 大阪地裁昭和62年11月18日決定 判例時報1290号144頁，東京地裁平成元年9月5日決定 判例時報1323号48頁。
- ㉘ 大阪地裁昭和62年11月18日決定 判例時報1290号144頁。

- (20) 東京地裁平成元年9月5日決定 判例時報1323号48頁。
- (30) 東京地裁平成元年7月25日決定 判例時報1317号28頁。
- (31) 鈴木竹雄「新株発行の差止と無効」商法研究Ⅲ225頁(1971年), 河本一郎『現代会社法〔新訂第二版〕』251頁(1982年), 北沢正啓『会社法〔新版〕』475頁(1982年), 大隅=今井・前掲書628頁, 鈴木=竹内・前掲書388頁, 近藤弘二『新版注釈会社法(7)』290頁以下(1987年)等。
- (32) 鈴木・前掲225頁, 河本・前掲書251頁, 大隅=今井・前掲書628頁, 鈴木=竹内・前掲書388頁。
- (33) 田中・前掲書964頁注(2)。
- (34) 龍田節「企業の資金調達」現代企業法講座3巻21頁(1985年)。
- (35) 関俊彦「二社間の相互引受による新株発行の差止(中)」商事法務1193号12頁(1989年)。
- (36) 阪埜光男・判例研究・慶応義塾大学法学研究51巻9号114頁(1978年)。
- (37) 洲崎博史「不公正な新株発行とその規制(二・完)」民商法雑誌94巻6号727頁(1986年), 吉本健一「新株発行と株主の支配的利益」判例タイムズ658号40頁(1988年), 森本滋「第三者割当をめぐる諸問題〔3・完〕」金融法務事情1243号17頁(1990年)。
- (38) 森本・前掲金融法務事情1243号17頁, 洲崎・前掲727頁。なお, 近藤弘二「会社支配維持のための新株発行」北大法学論集31巻3・4号下巻1805頁以下(1981年)参照。
- (39) 森淳二朗「株式価値の法的解釈<その一>——新株発行の基本問題(一)——」民商法雑誌82巻2号92頁(1980年)。
- (40) 森淳二朗「株式価値の法的解釈<その一>——新株発行の基本問題(三・完)——」民商法雑誌83巻1号50頁以下(1980年)。
- (41) 大森忠夫『新版会社法講義改定版』180頁, 182頁(1969年)。
- (42) 大隅健一郎『全訂会社法論中巻』340頁(1959年), 松田二郎『会社法概論』286頁以下(1968年), 田中・前掲書964頁。
- (43) 大隅=今井・前掲書630頁以下, 今井宏『注釈株式会社法(上)』405頁(1984年)。
- (44) 北沢正啓「株主の代表訴訟と差止権」株式会社法講座3巻1174頁(1956年), 石井・前掲書58頁, 河本・前掲書254頁, 北沢・前掲会社法497頁, 柳田幸三「新

- 株発行差止仮処分」裁判実務大系Ⅲ 会社訴訟・会社更生法150頁（1985年），吉本健一・判例研究・商事法務1198号37頁（1989年）。
- (45) 近藤弘二『注釈会社法(5)』186頁以下（1968年），新谷勝「新株発行の差止と仮処分」司法研修所論集57号66頁以下（1976年）。
- (46) 横浜地裁昭和50年3月25日判決 下民集26巻1～4号324頁，大阪高裁昭和63年12月22日判決 判例時報1311号128頁。
- (47) 石井・前掲書62頁以下，山崎悠基『注釈会社法(5)』234頁（1968年），河本・前掲書254頁，神崎克郎『新版商法Ⅱ（会社法）』338頁（1984年），近藤弘二『新版注釈会社法(7)』347頁（1987年）等。なお，会社債権者保護の観点より同様に不公正発行は新株発行の無効原因とはならないとする見解として，森本滋「新株の発行と株主の地位」法学論叢104巻2号18頁（1978年）がある。
- (48) 今井・前掲書404頁，鈴木＝竹内・前掲書393頁。
- (49) 洲崎・前掲740頁，北沢・前掲会社法498頁。
- (50) 吉本・前掲阪大法学149・150号193頁（1989年）。
- (51) 釧路地裁昭和38年2月26日判決 商事法務273号10頁。
- (52) 田中・前掲書933頁，大隅＝今井・前掲書592頁，河本・前掲書253頁以下，北沢・前掲会社法495頁，近藤・前掲新版注釈会社法353頁等。なお，株主総会を経ることなくなされた新株発行は無効原因を有するとする立場と考えられるものとして，服部榮三「買取引受と新株発行の効力」判例評論56号4頁（1963年），西原寛一・判例研究・民商法雑誌47巻2号306頁（1962年）がある。また，当初の引受人またはその者からの悪意の譲受人のもとにとどまっている新株発行については，無効として差し支えないとするものに，鈴木＝竹内・前掲書393頁以下がある。
- (53) 最高裁昭和46年7月16日第二小法廷判決 判例時報641号97頁。
- (54) 鈴木＝竹内・前掲書393頁参照。

Ⅱ 取締役の責任

(1) 株主に対する責任に関する従来議論

商法266条ノ3の取締役の責任に関しては，従来から，取締役は株主に対

しても責任を負うのか、負うとすれば株主のいかなる損害について責任を負うのかについて議論の存するところである。すなわち、学説上、まず、株主は一般的に第三者に含まれると解し、株主の間接損害・直接損害のいずれについても、取締役は責任を負うとする説⁶⁾がある。これに対して、個別的救済の必要な株主の損害についてのみ取締役は責任を負うとする説⁷⁾や、直接損害についてのみ責任を負うとする説⁸⁾がある。

もともと間接損害・直接損害の概念自体が損害を二分する概念になっておらず、それぞれが具体的にいかなる損害をさすのかが必ずしも明瞭でなく、ある株主の損害が間接損害・直接損害のいずれの損害にも該当するように判断されうる場合も考えられる。それゆえ、具体的・個別的に株主の損害を検討する必要があるが、典型的な株主の間接損害と考えられるものに、取締役が会社財産に損害を与えた結果、会社財産における持分の減少という形で株主が蒙る損害がある。このような損害について、学説上、取締役の株主に対する責任を認めるかについては、会社が損害を回復すれば株主の持分も従来通りに回復すること、及び、取締役が株主に賠償しても会社に対する責任が消滅しないのならば、取締役は二重の責任を負う結果になること等を根拠に取締役の責任を否定する見解⁹⁾と、株主の代表訴訟により会社の損害の回復を図り株主としての損害も回復させようとすることは、代表訴訟における資格・担保等の要件のため、實際上その損害の回復についての保障がないとして、取締役の責任を肯定する見解¹⁰⁾とがある。判例上、取締役の株主に対する責任について判断した事例は寡少であるが、株主のこのような間接損害につき取締役の責任を認めた事例と考えるものとして、大阪地裁昭和7年10月10日判決¹¹⁾がある。すなわち、本件では、会社設立直後に取締役が不必要かつ不当な債務の承継をなさしめる等の背任行為をなしたため会社存立の基礎が危殆ならしめられ、ついにはかかる背任行為が主たる原因となり会社が解散し、株主が残余財産の分配を受け得ず、増資により払い込んだ株金が損失に帰したとして、取締役の責任が肯定されている。なお、大審院昭和12年2月19日判決¹²⁾では、会社が損害

をうけた結果、その損害額を全株数を以て割りたる金額に相当する金額の損害を一株につき受けたというだけでは足りず、会社の損害の為株式の価格に変動を生じた場合に初めて株主は取締役の損害賠償を請求できるとした原審の判断が支持され、会社資産の減少の事実のみで直ちに株主が財産上の損害を蒙ったといえないとされている。

株価下落による株主の損害について取締役が責任を負うかに関しても、学説上議論されている。すなわち、株価の下落による損失を不実表示による場合を除いてすべて間接責任であると考え、取締役は責任を負わないとする説⁹⁾と、当該損害を直接損害として考察し、取締役は責任を負うとする説¹⁰⁾とがある。また、株主に対して取締役が一般的に責任を負うことから、かかる損害についても取締役は責任を負うとする説¹¹⁾もある。判例上、上場廃止のための株価低落による損害について判断した事例として、東京高裁昭和38年8月31日判決¹²⁾がある。本件では、裁判所は、上場廃止決定は相当な理由と必要に基づくものであり、取締役としての忠実義務に違背したものとする事はできないとし、取締役が予め株主に対し証券取引所の勧告内容を通告して協力を求める措置を講じなかったとしても、その職務執行につき故意又は重過失があるものと解せないとして取締役の責任を否定している。しかしながら、上場廃止決定が相当な理由と必要に基づくものでない場合には、上場廃止により損害を蒙った株主に対し、取締役は責任を負うべきことが推測されうる事例である¹³⁾。

第三者割当増資に関連して旧来の株主が蒙る損害には、経済的な損害に加えて、支配関係上の損害が存することは上述の通りである。また、経済的な損害としても、公正な発行価額で新株が発行されなかったことにより会社が財産的に損害を蒙った結果旧来の株主が蒙る損害ばかりでなく、旧来の株主固有の損害としての株式の客観的価値の減少等による損害も全く考えられない訳ではない。さらに、第三者割当増資の場合においては稀であると考えられるが、新株主について損害が発生することもある。それでは、これらの損害について、どの範囲で取締役は責任を負うのであろうか。

以下で検討していく。

(2) 旧株主に対する取締役の責任

第三者に対して有利な価額で新株が発行されたこと、すなわち、公正な発行価額で新株が発行されなかったことにより会社が財産的に損害を蒙った結果旧来の株主が蒙る損害(間接損害)について検討すると、かかる株主の損害は、会社の損害が回復されれば、通常、株主の損害も回復される。従って、公正な価額で新株を発行すれば得られたであろう財産額が新株引受人から支払われ(商法280条ノ11)、あるいは、取締役の会社に対する責任(商法266条1項5号)の履行などにより、会社の損害が回復されれば、かかる株主の損害は存しないこととなる。そこで、代表訴訟等により会社の損害をこそ回復させることを要求し、株主の損害につき個別的に取締役の責任追及は認めないとすべきかについては、上述の如く、学説上、株主の間接損害についての取締役の責任を肯定する説と否定する説とがあり、見解が分かるところである。取締役の責任を否定する説においては、代表訴訟により会社に対する損害賠償責任の追及がなされるべきであるとされる⁴⁴。確かに、会社の経営が継続的になされる状況下で、単に抽象的な形で株主がかかる損害を蒙る場合においては、まず会社の損害の回復が図られるべきであり、その為の手段が優先的に講ぜられるべきであろう。しかしながら、会社が倒産するなどして、会社の蒙った損害が各株主の具体的損害となされうる状況下に至った場合には、必ずしも、会社損害の回復の優先を考える必要はないものと思われる。もっとも、第三者割当増資と関連して株主の間接損害が問題となる場合は、通常、会社の損害回復をこそ図るべき場合がそのほとんどであるといえよう。

次に、公正な価額で新株が発行されなかったことにより、株主が蒙る直接損害について検討する。公正な価額で発行されなかったこと自体から生ずる株主の損害としては、客観的な株式の価値の減少などが考えられるが、公正な価額で新株が発行されなかったことにより会社も損害を蒙っている

から、会社の損害が回復されることにより株式価値の減少分にも影響が当然に及ぶものと考えられる。従って、正確には、事後的な会社損害の回復では回復されえない株式の客観的な価値の減少により株主が蒙る損害などが、株主固有の損害、すなわち、直接損害に該当するものと考えられる。もとより、かかる直接損害につき、取締役の責任追及は肯定されうるものであるが、株式に市場価格が存する場合であっても、時価が必ずしも株式の客観的な価値を示すものとはいえず、また、未だ会社損害の回復が図られていない状況下においては、会社損害の回復後になお存する株主損害の具体的な額について確定することは、実際には容易なことではないかもしれない。東京地裁昭和56年6月12日判決⁶⁶では、計算上導いた株式価値の減少分に基づき損害額を確定し、新株の有利発行により損害を蒙った旧株主に対する取締役の責任を肯定している。本件では、商法266条ノ3にいう「損害」とは直接損害か間接損害かを問わず、取締役の任務違反と相当因果関係のある損害であればよいとされており、旧株主の損害と会社の蒙った損害との関係については明示的に議論されていない。本件の会社は、経営継続中の閉鎖的な小規模株式会社であり、公正な発行価額（新株発行直前の株式の価額）を計算するについても、一株当たりの純資産額により株式を評価するいわゆる純資産方式を基本にしつつ、会社の経営状態（利益及び配当の状況等）や株式の流通性等の要素を考慮して必要な修正を加えて判断されている。従って、会社の損害回復が株主の損害額にも影響を与えるのは当然のことといえる。もとより、かような点について判決では言及されていないが、会社に損害が生じており、会社の損害が回復されれば株主の損害も回復されうる部分がある場合に、かかる損害を一体として株主の直接損害と考えるとしても、会社の損害の回復を図ることなく、取締役に対する損害賠償請求により株主の全損害についての救済を認めることについては、間接損害における議論と同様、会社が経営を継続している場合には問題の存するところといえよう。

第三者に対する新株発行価額が特に有利なものである場合ばかりでなく、

かかる新株発行が不公正発行と認められる場合にも、発行済株式総数に対する持株比率が変動することに伴い、旧株主の会社支配に関する利益が害せられているといえる。会社支配に変動がある場合にも、会社自体には損害が生じないのが通常であるから、旧株主の蒙る会社支配に関する損害は、直接損害といえることができる。もとより、かかる損害は、新株発行を事前に差止めることにより、その発生を防止することができる。しかし、現実に新株が発行されてしまった場合には、不公正発行であったこと、若しくは、これに加えて、特に有利な価額での発行であったのに株主総会の特別決議を経ていないという手続的な瑕疵を主張し、新株発行を無効とすることにより、株主が会社支配関係上の旧来の地位を回復することは、現実には、上述の通り、かなり制約の存するところである。また、仮に新株発行差止の仮処分を無視しての新株発行であったなどの事情が存し、あるいは、不公正発行は新株発行無効原因になるとする立場等に立ち、問題とされる新株発行を無効となしうとしても、株主が、新株発行無効の訴を提起するのではなく、取締役に対する損害賠償請求によりその損害を回復することを選択した場合に、あえて先ず新株発行無効の訴によらしむべきであるとするのは、新株発行無効の結果が及ぼす影響等を考慮すれば妥当とはいえず、株主による会社支配に関する損害についての取締役の責任追及は肯定されるべきものといえる。ここで、株式の支配価値はすべての株式につき同一ではなく、支配力を伴う株式は非支配株式より高い価値を有していると考えられる⁴⁴ことから、旧株主が蒙る一株当たりの損害も支配株主と一般株主とは異なるものとなる⁴⁵。また、具体的な損害の内容としてみても、少数株主権の行使が持株比率の低下により不可能になった場合から、発行済株式総数の過半数を有することにより会社支配が可能であったものが、持株比率の低下に伴い不可能となった場合、あるいは、事実上の会社に対する支配力の低下に伴い、商取引上に影響が生じた場合などまで様々である。従って、株主の会社支配に関する損害につき取締役の責任を実際に追及する場合においては、現実に損害額を算定するに際してか

なりの困難が存するものといえ、会社支配権の価値算定方式を実務的に形成する努力が今後必要とされるところである⁸⁰。

(3) 新株主に対する取締役の責任

第三者割当による新株発行の場合、新株を引受ける第三者は、通常、会社の事情をよく了知した上で新株の発行を受けるため、取締役の責任を追及すべき損害を蒙ることはあまり考えられない。しかし、第三者が十分な情報を与えられておらず、若しくは、虚偽の情報を与えられており、新株発行が無効とされたり、新株発行直後に会社が倒産したりしたような場合などには、新株引受人たる第三者が損害を蒙ることはありうる。このような新株発行が無効とされたり、新株発行直後に会社が倒産したような場合に、旧株主と同様の立場においてではなく、新株主のみが独自に蒙る損害は、通常、直接損害と考えられる。具体的には、例えば、会社がすでに経済的に破綻しており、株式払込金が本来予想される形で会社資金として運用されえない状況下にあるのに、これを知らされずに新株を引受けた第三者が、新株発行直後に会社が倒産したことにより蒙る損害などが考えられる。かような新株主の損害についてはおよそ一般的な新株主についても考えられるところであるが、第三者割当増資における新株引受人たる第三者についても、商法266条ノ3に基づく取締役の責任を否定する理由はないものと考えられる⁸¹。なお、新株主に虚偽の情報が与えられていた場合などで商法266条ノ3第2項の要件をみたす場合には、本条第2項に基づく取締役の責任追及がなしうることとなる。

- (1) 大阪谷公雄「取締役の責任」株式会社法講座第3巻1136頁以下（1956年）、田中誠二『再全訂会社法詳論上巻』648頁（1982年）。
- (2) 石井照久『会社法上巻』353頁（1967年）。
- (3) 本間輝雄「取締役の第三者に対する責任——その法的性格をめぐって——」小町谷先生古稀記念商法学論集129頁（1964年）、菱田政宏「株式会社の取締役

の第三者に対する責任——商法二六六条ノ三適用の範囲と要件——」民商法雑誌78巻臨時増刊号(2)309頁(1978年), 鈴木竹雄=竹内昭夫『会社法』229頁(1981年), 鈴木竹雄『新版会社法全訂第二版』193頁(1982年), 大隅健一郎=今井宏『新版会社法論中巻Ⅰ』245頁(1983年), 吉本・前掲阪大法学153・154号783頁。

- (4) 龍田節『注釈会社法(4)』483頁以下(1968年)参照。
- (5) 田中・前掲書上巻 648頁, 矢沢淳「違法配当と取締役の責任」商法演習Ⅰ会社(1)169頁(1960年)。
- (6) 法律新聞3550号11頁。
- (7) 法律新聞4114号10頁。
- (8) 塩田親文=吉川義春『総合判例研究叢書商法(1)』116頁(1968年)。
- (9) 松田二郎『会社法概論』227頁, 118頁(1968年)。
- (10) 大阪谷・前掲1137頁。
- (11) 下民集14巻8号1701頁。
- (12) 龍田・前掲484頁。
- (13) 大隅=今井・前掲書中巻Ⅰ245頁以下, 吉本・前掲阪大法学153・154号783頁。
- (14) 判例時報1023号116頁。
- (15) 森・前掲民商法雑誌82巻2号92頁, 吉本・前掲阪大法学153・154号786頁。
- (16) 吉本・前掲阪大法学153・154号786頁。
- (17) 吉本・前掲阪大法学153・154号787頁。
- (18) 取締役の対第三者責任と同様の責任が規定されている発起人について, 会社が設立無効となったことにより損害を蒙った株式引受人に対する責任を認めた判決例として, 大審院大正15年3月25日判決民集5巻206頁がある。

IV 結 語

会社法上必要とされる株主総会の特別決議を経ることなく, 特に有利な発行価額で新株が発行された場合, 経済的な損害として, 旧来の株主は, 間接損害ばかりでなく, 直接損害をも蒙り得る。すなわち, 公正な発行価額で新株が発行されるべきところ, それより低い有利価額で新株が発行さ

れたことにより、会社が財産面での損害を蒙る結果、株主は会社財産との関連で持分の減少として損害（間接損害）を蒙ることになる。また、株式の客観的な価値の減少の面等からの株主の損害（直接損害）も考える。もっとも、いずれの損害についても、会社の損害回復に伴い、株主の損害も回復若しくは減少するといえ、会社の経営が継続されている状況下においては、会社及び全株主のためにも、本来、会社損害の回復が優先的に図られるべきものと考えられる。従って、会社が倒産するなどして、会社の蒙った損害が単なる抽象的な会社財産に対する持分減少という形の株主の損害に留まらない、各株主の具体的損害となされうる状況に至った場合の間接損害についてや、事後的に会社の損害が回復されてもなお存するであろう株式の客観的な価値の減少により株主が蒙る損害について、株主からの取締役の責任追及はなされるべきものと解される。

第三者に対する新株発行が有利な価額でなされた場合のみならず、有利な価額での新株発行とはなされえないときであっても、旧来の株主の会社支配関係上の利益が害されるときには、不正な方法による新株発行として、取締役の責任が問題とされうる。会社支配関係上の変動があっても、通常、会社に損害が生じることはなく、旧来の株主の損害は直接損害と考える。かかる旧株主の損害を回復せしめるには、新株発行を無効とすることによって、旧株主の支配関係上の地位そのものを旧に復せしめることによる方法があるが、實際上、かかる方法にはかなりの制約が存するところである。それ故、現実には新株が発行されてしまえば、多くの場合、取締役に対する損害賠償請求によって、株主の損害の救済が図られることとなる。但し、不正な方法で新株を発行したことにより、取締役が、株主に生じた会社支配関係上の損害について責任を負うことは肯定されるべきであるが、損害の態様・程度等様々であり、取締役の責任追及に際しての実際上の損害額算定については、なお、問題の存するところである。

第三者割当による新株発行に際して、新株主である第三者が取締役の責任を追及すべき損害を蒙ることは、實際上、あまり存しないものと思われる。

る。しかし、通常の新株発行の場合における新株主と同様、第三者割当における場合であっても、新株発行が無効とされる等の状況下で蒙った新株主としての独自の損害についても、取締役の責任は肯定されるべきものと考えられる。

第三者割当増資が行われるに際しては、特に有利な発行価額による場合には会社法上要求される株主総会の特別決議を経るべきことはもちろん、公正な発行価額による場合であっても、会社に支配関係上の争いが存するときには特に不公正発行にも該当しないように、取締役は業務執行すべき任務を有する。かかる任務を怠り、若しくは違反した取締役は、会社に対して生じた損害につき責任を負うばかりでなく、株主に対しても責任を負うことになるものと考えられる。但し、実務上は、未だ事例もほとんど存せず、具体的な損害賠償額の算定等多くの課題の存するところである。