

Japan Corporate / M&A Newsletter

アートネイチャー事件最高裁判決

本件は、平成16年3月、当時非上場会社であった株式会社アートネイチャー（以下「ア社」という。）の役員等に対する第三者割当てによる新株発行における発行価額が「特ニ有利ナル発行価額」に該当するにもかかわらず、同社の取締役が当該第三者割当てを可決承認した株主総会において当該有利発行を必要とする理由の開示を怠った結果会社に損害を与えたとして、取締役に対し任務懈怠を理由に公正価額と発行価額の差額の損害賠償を求めた株主代表訴訟である。最高裁判所は、平成27年2月19日、取締役の損害賠償責任（2億2000万円）を認めた一審（東京地方裁判所平成24年3月15日）を相当とした原審（東京高等裁判所平成25年1月30日）を破棄し、一審を取り消し、請求を棄却した。本件は、会社法制定前の旧商法280条の2第2項の適用事案であるが、会社法下においても、非上場会社の第三者割当てによる新株発行における有利発行（会社法199条3項参照。）該当性の判断に対する最高裁判所のアプローチを理解する上で有益と考えられることから、ここに簡単に紹介する。

【文責：増田健一／行村洋一郎／舛谷寅彦】

一審及び原審では、まず、新株発行が行われた当時の株式価値（公正な価額）は、新株発行時における旧株式の客観的な交換価値を基準とすべきであり、これに比して発行価額の不公正の程度が著しい場合には有利発行に該当するとし、非上場会社の場合、新株発行当時の会社の資産や収益の状況等の諸般の事情を考慮して事案に相応しい方法によって判断するのが相当であるとの一般論を述べた。本件におけるア社の状況について、①新株引受権付社債ないし新株の発行実績に照らし、平成12年5月時点で1株当たり1万円程度、平成18年3月時点で1株当たり9000円程度の株式価値を有していた、②ア社は平成19年2月に上場するまで赤字になったことや債務超過になったことはなく、本件の新株発行をした平成16年3月当時ア社は多額の含み損を抱える未だ不安定な状況にあったものの業績回復の道筋をつけつつあったことから、本件当時の株式価値は、平成12年5月時点の株式価値を大きく下回ることはないと認定し、本件では、公正な株式価値は、将来の収益獲得能力に着目したインカム・アプローチに加えて、静態的価値に着目したネットアセット・アプローチによる評価結果等も考慮しながら総合的に判断すべきとした。その上で、本件の新株発行4ヵ月前に取得し発行価額決定に利用された会計士の株価算定結果（配当還元法）や、訴訟当事者が別途取得し裁判所に証拠提出した株価算定結果は、いずれも問題があり依拠できないとしつつ、次善の策として、ア社が別途取得した株価算定結果（DCF法）に裁判所が独自に一定の修正を加えて、公正な価額は少なくとも1株当たり7000円を下らないと認定し、当該公正な価額と実際の発行価額である1500円との差額である5500円に発行株式数4万株を乗じた2億2000万円の損害賠償を命じていた。

これに対し、最高裁判所は、非上場会社の株価の算定については、様々な評価手法が存在しており、どのような場合にどの評価手法を用いるべきか明確な判断基準が確立されている訳ではなく、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等、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ことに鑑み、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等して、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にもなり相当ではないと述べた。そして、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とした。その上で、本件においてア社取締役会が発行価額決定に利用した会計士の配当還元法による株価算定結果は、決算書等の客観的資料に基づいたもので、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、本件新株発行の4か月前に取得されたものだったとしても、算定結果取得後の4か月間にア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はいわゆる「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おり、特別な事情もないとして、「特ニ有利ナル発行価額」には当たらないと結論づけた。加えて、最高裁判所は、ア社の業績について、平成12年5月以降下向きとなりしばらく低迷した後に上向きに転じ、平成18年3月には再度良好となっていたもので、平成16年3月の本件新株発行における発行価額と、平成12年5月及び平成18年3月当時の株式の価値とを単純に比較することは相当ではないと判断している。

このように、本判決は、結果論となりがちな非上場会社の株式価値（公正な価額）の裁判所による事後的な実質的判断という一審及び原審のアプローチを退け、新株発行時の取締役会による発行価額決定手続の合理性をその判断の基準とするものであり、いわゆる経営判断原則（ビジネス・ジャッジメント・ルール）と同様の考え方に基づくものと見ることができ、取締役の予測可能性に資するものと評価できる。特に、本件のように、新株発行から数年が経過した後に業績が向上し上場にまで至った場合において、後知恵的に当時の「客観的な」株式価値を裁判所が決定することを否定したという点で意義が大きい。但し、「客観的資料に基づく一応合理的な算定方法」への該当性や「特別な事情」の有無は、事案毎に慎重な検討が求められると考えられ、留意を要する。

なお、仮に本件が有利発行に該当したとしても、旧商法280条の2第2項に基づく株主総会における有利発行を必要とする理由の開示を懈怠したからと言って、一審及び原審が認定したように、株式1株当たりの公正な価額と実際の発行価額の差額に発行株式数を乗じた損害が会社に発生したと言えるのか、疑問の残るところである。このような理由を開示しても株主総会の特別決議に影響を与えなかった可能性は否定できないし、他方でそもそも株式1株当たりの発行価額を公正な価額まで引き上げた場合に第三者割当ての株式引受人が同数の株式を引き受けたと言えるのか、疑問なしとしないからである。原審は、仮に特に有利な発行価額での新株発行を必要とする理由が開示された場合には、特別決議がなされず新株発行が中止されたり、一審原告の意見によって発行価額が変更されることは十分に考えられ、また新株発行差し止めや新株発行無効の訴えにより一審原告が保有株式の価値の低下を回避することも可能であったと判示して、会社に損害が発生しているといわざるを得ないと認定した。しかしながら、一審原告による保有株式価値の低下の回避と会社の損害がどう結びつくのか、明らかではない。残念ながら、最高裁判所は、本件は有利発行ではないと結論付けたため、これらの点については触れていない。

以上

本ニュースレターの内容は、一般的な情報提供であり、具体的な法的アドバイスではありません。お問い合わせ等ございましたら、当事務所の増田健一（kenichi.masuda@amt-law.com）または行村洋一郎（yoichiro.yukimura@amt-law.com）までご遠慮なくご連絡下さいますよう、お願いいたします。

アンダーソン・毛利・友常法律事務所

Corporate / M&A Newsletter 担当

増田健一、渡邊剛、江崎滋恒、近藤純一、小館浩樹、檀柔正、山神理、十市崇

〒107-0051 東京都港区元赤坂一丁目2番7号 赤坂Kタワー

<http://www.amt-law.com/>

本ニュースレターの配信の停止をご希望の場合には、大変お手数ですが、ctg-newsletter@amt-law.comまで、配信停止とご記載の上ご連絡頂けると幸いです。

© Anderson Mori & Tomotsune 2015