

## アートネイチャー株主代表訴訟、最高裁判決について

公認会計士 菊川 真

プライムジャパン株式会社 代表取締役社長  
2015.2.27.

### 1. 概要

3 株式会社アートネイチャー（以下「同社」という。）が、上場前に発行した新株の発行価額について、算定方法の妥当性が問われた株主代表訴訟の上告審判決が 2015 年 2 月 19 日にありました。この中で最高裁は、1 審・2 審判決を破棄し、その結果、被告である取締役側が逆転勝訴しています。

同社は上場前の 2003 年 11 月、代表取締役に対して自己株式を 1 株 1,500 円で処分。さらに 2004 年 3 月、役員らを割当先とする第三者割当増資（当時、定款に株式譲渡制限の定めがあった）を実施し、株主総会特別決議により発行価額 1 株 1,500 円で新株を発行しました。これに対して同社の株主が、これら自己株式処分および新株発行は、当時の企業価値と比較して著しく不公正な価額であり、「特ニ有利ナル発行価額」（旧商法 280 条の 2 第 2 項）に当たるにもかかわらず、必要な手続きを怠ったとして株主代表訴訟を提起し、会社に損害を与えたとして代表取締役らに対して 22 億円相当を支払うよう求めていたものです。

#### 一連の経緯

- 2000 年 5 月、権利行使価額 1 株 10,000 円とする新株引受権付社債を発行。
- その後業績が悪化し、売上の減少と巨額の含み損などを抱える。リストラの実施および取引銀行に対して返済停止や追加融資などを要請。
- 2001 年頃より役職員の退職が相次ぎ、その保有する株式の買取りを求められたため、代表者らが 1 株 1,500 円で買い取る。なおその後同社は、当該株式の一部を代表者より同額で購入し、自己株

式として保有。

- 2003 年 11 月、取引銀行の要請等により、上記自己株式を代表者に対して 1 株 1,500 円で売却。この際、公認会計士に株価算定を依頼し、1 株 1,500 円とする算定結果を得ていた。
- 2004 年 3 月、役員らに対する第三者割当を実施、株主総会の特別決議を経て 1 株 1,500 円で新株を発行。この際、「特ニ有利ナル発行価額」をもって新株発行を必要とする説明はなかった。なお、このとき改めて株価算定を依頼した事実はない。
- その後、新商品の投入や設備投資などの結果、同社の業績は好転し増収増益となる。上場を視野に入れるようになり、2006 年 3 月には 1 株 9,000 円（株式分割前）で新株を発行。
- 2007 年 2 月、JASDAQ 上場
- 2013 年 12 月、東証一部上場

### 2. 判決内容

本件は、自己株式処分および新株発行が著しく不公正な価額で行われ、有利発行について必要な手続きを経ていないことについて法令違反があったかどうか問われたわけですが、1 審・2 審判決では、自己株式処分については 1 株 1,500 円が妥当であるとされた一方、新株発行については、著しく不公正な発行価額に当たるとして取締役の責任を一部認定し、裁判所は公正な価額と発行価額との差額にあたる 2 億円相当の支払いを命じていました。

- 自己株式処分については、役員らが 1 株 1,500 円で買取りに応じてきたこと、実質的には代表者による買戻しである点などを考慮して 1 株 1,500 円が相当である。

- 新株発行については、2000年5月時点で1株10,000円、2006年3月時点で1株9,000円の価値を有していたところ、DCF法によれば2004年3月時点の株式価値は、少なくとも1株7,000円は下らないと判断し、新株発行の発行価額は「特ニ有利ナル発行価額」に当たる。
- 株価算定において採用されていた配当還元法については、主として少数株主の株式評価において、安定した配当が継続的に行われる場合に用いられる評価方法であって、本件においては相当性を欠く。

これに対して最高裁判決では、1審・2審判決を取り消し、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」には当たらないとして、取締役の責任を否定しました。

- 株価算定には様々な評価手法があるが、どの方法を用いるかについて明確な判断基準が確立されているわけではないし、また個々の評価においても、将来の収益、フリーキャッシュフロー等の予測値、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。
- 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するなどして、改めて株価算定を行った上、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。
- 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。

### 3. 考察

私は法律の専門家ではないので、本件に関する法的

な観点からの考察については他に譲るとして、ここでは財務および内部統制に従事するコンサルタントとしての立場からコメントしたいと思います。まず率直な意見として、今回の最高裁の判決、特に結論に至る考え方に違和感はなく、首肯できるものと言えます。むしろ気になったのは、改めて1審判決の内容を確認してみると、その解決手法についてです。1審判決の中では株式の評価に関して、以下の通り4つの算定結果が示されていました。

- ① 被告が援用するA公認会計士による算定結果(配当還元法により1株当たり1,500円)
- ② 原告が援用するB公認会計士による算定結果(収益還元法・時価純資産法により1株当たり3万2,254円)
- ③ 同社が援用するCコンサルティング会社による算定結果(DCF法・時価純資産法ではいずれも0円のため、取引事例法により1株当たり1,500円)
- ④ D監査法人による算定結果(時価純資産法・収益還元法ではいずれもマイナスのため、取引事例法により1株当たり1,500円)

1審判決では、新株発行における公正な価格は、将来の収益獲得能力に加え、静態的価値による評価結果等も考慮しながら総合的に判断するのが相当とした上で、これら4つの算定結果はいずれも問題があるとして、独自に価格を算定し、上記Cコンサルティング会社のDCF法による評価額に修正を加えて、1株当たりの価値は7,897円であるとしています。私が違和感を覚えるのは、この解決手法です。未上場会社の株式評価という、ある意味、幅のあるものに対して、裁判所が事後的に適正な評価額はこうであると提示して、それに基づいて違法性を問うことが、経営というこれまた正解のない世界における過失認定プロセスとしてふさわしいのでしょうか。このような解決手法が裁判において一般的に行われているのか分からないのですが、その解釈の仕方に関しては、法律の専門家の方の見解も伺いたいところ

です。いずれにしましても、本件は直接には法令違反が問われたものではありませんが、論点は、当時の株価算定がその目的に照らして適切かつ合理的に行われたのかという点とそれに基づいた経営者の経営判断が妥当であったかどうかという2点だと思えます。

確かに、未上場会社の株式価値の算定方法には、コスト・アプローチ、インカム・アプローチ、マーケット・アプローチなど様々な評価方法が存在します。また実態として、算定される株価は、評価方法によってに相当程度の乖離が生じ得るものでもあります。したがって、実際に株価算定を実施する場合には、恣意性を排除するため、各算定方法の特性（長所・短所）を考慮した上で、特定の評価方法を採用した理由（および他の方法を採用しなかった理由）を明らかにするのが一般的です。その上で、財務の状況や将来予測など一定の前提条件を所与として、独立した専門家の立場から発行価格決定のための参考情報を提供することが株価算定の目的であります。したがって、合理的な範囲で客観的情報を入手し、その評価方法が明らかに不合理でない限り、その算定プロセスおよび内容は、専門家の裁量に委ねられるべきものでしょう。最も問われるべきは、その算定プロセスにおいて何らかの恣意性がなかったか否かです。

これは経営サイドにも当てはまることです。取締役の職務遂行の適切性を判断するに当たっては、裁判所はその経営判断をある程度尊重しなければ、経営自体が著しく萎縮したものになってしまうことは言

うまでもないでしょう。私が見る限りでは、今回の1審・2審判決および最高裁判決では、いわゆる経営判断の原則については触れられていないようですが、基本的に経営や財務について専門的知識や経験を有しない裁判官が、その判断の是非について判定するのは困難と考えるのが筋でしょう。本件事案は、業績が悪化し、役職員の離脱が相次いだ苦しい時期に会社を支え、そして会社を立て直して上場まで導くことに貢献した役員らを訴えた株主代表訴訟です。ここでも問われるべきは、如何にして経営のプロである取締役としての善管注意義務・忠実義務を履行したのかという点ではないでしょうか。最高裁の判決の中では、「予測可能性」という言葉が出てきますが、取締役の職務執行の適切性を判断するに際しては、結果の影響度合いや重大性に偏ることなく、事案に至る背景やその意図、経済合理性などを考慮し、経営者としての合理的な裁量の余地は確保されるべきものと考えます。

IFRS やソフトローの流れに見られるように、財務会計の世界も法律の世界もプリンシプルベースの考え方が浸透している昨今においては、一義的にはプロフェッショナル・ジャッジメントが尊重されるべきです。その意味で、今回の最高裁の判決は、いまの時代の流れに即したものと言えるのではないのでしょうか。

最高裁判決の内容は裁判所のウェブサイトでご覧できます。

[http://www.courts.go.jp/app/hanrei\\_ip/detail2?id=84873](http://www.courts.go.jp/app/hanrei_ip/detail2?id=84873)

## プライムジャパン株式会社

〒103-0023

東京都中央区日本橋本町 2-4-5 扶桑日本橋ビル6階

03-3231-0414

<http://www.primejapan.co.jp/>

本資料は一般的あるいは概略的な情報を提供する目的で作成されたものです。個別にプロフェッショナルからのアドバイスを受けることなく、本資料の情報を基に判断し行動されないようお願いいたします。本資料に含まれる情報は正確性、完全性または目的適合性を保証するものではありません。本資料に含まれる情報に基づき何らかの行動を起こされたり、起こされなかったりしたことにより発生した結果について、プライムジャパン株式会社および役員はいかなる責任、義務も負いません。

© 2015 Prime Japan Co., Ltd. All rights reserved.