慶應義塾大学学術情報リポジトリ
Keio Associated Repository of Academic resouces

| | |
|---|---|
| Title | 無額面株式制度の反省 |
| Sub Title | A reflection on "no-par-value stock" |
| Author | 阪埜, 光男(Banno, Mitsuo) |
| Publisher | 慶應義塾大学法学研究会 |
| Publication year | 1962 |
| Jtitle | 法學研究 : 法律・ 政治・ 社会 (Journal of law, politics, and sociology). Vol.35, No.1 (1962. 1) ,p.66- 86 |
| JaLC DOI | |
| Abstract | |
| Notes | 論説 |
| Genre | Journal Article |
| URL | https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00224504-19620115-0066 |

慶應義塾大学学術情報リポジトリ(KOARA)に掲載されているコンテンツの著作権は、それぞれの著作者、学会または出版社/発行者に帰属し、その権利は著作権法によって保護されています。引用にあたっては、著作権法を遵守してご利用ください。

The copyrights of content available on the KeiO Associated Repository of Academic resources (KOARA) belong to the respective authors, academic societies, or publishers/issuers, and these rights are protected by the Japanese Copyright Act. When quoting the content, please follow the Japanese copyright act.

# 無額面株式制度の反省

阪埜光男

一　問題の所在
二　額面株式と無額面株式の意義と沿革
三　券面額の意義
四　券面額と発行価額との関係
五　無額面株式の弊害と効用
六　額面株式の割引発行
七　結論

## 一　問題の所在

商法一九九条によると、株式会社は額面株式もしくは無額面株式のいずれか一方を、あるいは、同時に双方を発行することができると規定されているが、そこにいわゆる無額面株式の制度は、昭和二五年の商法改正の結果、いわゆる授権資本の制度とともに資本調達のための機動性付与方策の一環としてアメリカ法を移入し新たに採用されたものである。すなわち

昭和二五年改正以前の商法によると、株式は、株金の払込については全額払込主義の下、額面株式のみが認められており、額面株式については券面額以下の発行価額が禁止されているため、株式の市場価格が額面を割つているような会社は、新株発行によつて自己資本を調達することがほとんど不可能となるが、その場合でも、無額面株式を認めておれば、最低発行価額の制限がないからこの困難を克服して容易に自己資本を調達することができるといわれている。

しかし、無額面株式はこのような効用がある一方、株主の利益を害するおそれがあるのみならず多くの弊害を伴う（なおこの点に関する詳細は後述）。そこで、株式会社法の根本的要請の一つである株主の保護に欠ける無額面株式を認める根拠はどこにあるのか、換言すれば、無額面株式の効用は株式会社法の根本的要請である株主の保護を譲らしめうる程、大きいものであろうか、また、無額面株式における自己資本調達を容易にするという機能は、株主の保護の要請をみたしつつ、他の手段によつても達成しえないものであろうか、などが問題となつてくる。これらの問題を解決するためには、まず、無額面株式の意義を明確にし、次に、額面株式との比較、とりわけ額面の意義および機能、額面と発行価額との関係、無額面株式の弊害と効用などを考察し、無額面株式とほぼ同様な役目を果すといわれている額面株式の割引発行の問題をも検討しなければならない。

およそ他国の新制度をとりいれるにあたつては、わが国の法律観念とにらみあわせなければ、到底その良き発展は望めない。われわれは従来アメリカで広く利用されている無額面株式制度を十分検討せずにその効用だけを説かれて軽々しくとりいれた傾きはなかつたであろうか。現在世界において、この制度を採用する国が、日本を除き僅かに北アメリカとカナダ、リヒテンスタイン、メキシコ、ベルギーの五ヵ国にすぎないこと、わが国において、昭和二五年の会社法改正以後すでに十年以上の歳月を経ているのに、無額面株式を発行した会社の実例はきわめて稀であるということに照らしてみても、このことは相当理由のあるところではなかろうか。株主の保護を強く打ち出している最近のドイツやフランスの株式会社法改正の

動向[2]に省みて、私は「無額面株式制度」を反省する必要を痛感したのである。

（1）わが国で最初の無額面株式は昭和二七年三月一日三菱倉庫株式会社によつて発行された。その後同年六月二日に富士観光株式会社は発行価額十五円の無額面株式を発行し、同社は今日迄一一回の新株発行に際して無額面株式を発行している。即ち我が国において今日迄無額面株式制度を採用した会社は僅かにこの二社にすぎない。しかも富士観光の場合は額面株式の券面額が五十円であるのに対して、それ以下の発行価格（詳細は商事法務研究二〇九号七頁別表参照）で無額面株式を発行しているのであるから、無額面株式を自己資金の調達に便宜を与える目的で発行したことが明らかであるが、三菱倉庫の場合はこれと事情が異つている。即ち、この場合の無額面株式は資本額を高めつつ発行株式数を多からしめず、株価の下落を防止する方法として利用された。同社は当時資本金一億二千万円既発行株式額面五十円のもの二百四十万株であつたが、再評価積立金中二億四千万円を資本に組入れるに際し、無額面株式二百四十万株を株主に対して一対一の割合で無償交付した。その発行価額は一株百円であり、その結果資本は三億六千万円発行済株式数四百八十万株となつたのである。もし額面株式を券面額五十円で発行したとすれば、発行済株式数は七百二十万株となり株式価格の下落は免れないところであつた。従つて、三菱倉庫株式会社の場合における、無額面株式の利用は極めて異例的なものであるということができよう（松岡熊三郎「額面株式と無額面株式」株式会社法講座二巻五三九頁参照）。

（2）西ドイツの連邦司法省は一九五八年一〇月七日に“Referentenentwurf eines Aktiengesetzes”と題する株式法改正草案を公表した。この草案は一九三七年の現行株式法が取締役の地位を強化し、総会の権限を制限している態度を反省し、取締役の権限の縮少を図ると共に株主の地位の強化を図つている。例えば、「会社財産からの資本増加（Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln）」を新たに認めると共にその決定権を株主総会に与え（草一九二条）、株主総会に利益処分についての権限を認めており（草一四三条）、少数株主権の強化を図つている（草四六条、同一三二条、同一四三条、同二七八条、同二八三条など）。なお無額面株式については、額面株式がつねにドイツの経済関係にとつて、よりよき制度であり、無額面株式はドイツの株式法全体に根本的変革を与えるおそれがあるという理由から草案もこれを採用していない（草八条）。ドイツ株式法改正草案の株主の地位の強化の基本線は最近のフランス会社法の改正草案にも反映している。即ちフランスでは現在の会社法は数多くの立法の寄せ集めである所からこれを統一すべく会社法の法典化が学界・実務界から叫ばれており、一九四八年にジー・エスカラ教授を委員長とするフランス商法典および会社法改正委員会がこの会社法改正事業にのり出した。その後この委員会は現在に至るまで何度も審議録を公表しており、最近、フランス政府は新たに作業部会を設けて会社法改正の問題点について各界からの意見を聴取している。フランス会社法改正委員会の草案の要約は商事法務研究二一一号に掲載されているが、それによると株式会社を二つのランクに分け、最低資本額を夫々決定すると共に（公開会社では二五万新フラン、非公開会社では五万新フラン）、発起設立は公開会社だけに認めている。就中、株主総会の招集とか議事に関する方式を強行法化し、株主に書面投票の制度を認めた（但し公開会社についてのみ）。なお監査の権利は株主にあるという原則をたて、株主は検査役を選任することによつてこの権利を行使すべきものとしている。その他、少数株主権を強化し、株主の提起する役員の責任追及訴権

の時効の起算点を株主に有利に定めるなど従来よりも株主の権利をより効果的に保障しようとしている。なおこの草案も無額面株式の制度は採用していない。

## 二　額面株式と無額面株式の意義と沿革

額面株式とは資本組入の額が定款により一定の金額をもつて定められている株式をいい、無額面株式とは資本組入の額が定款により一定の金額で定められていない株式をいう。[3] 即ち額面株式と無額面株式との区別は単に各株式についての資本組入の額が定款によつて一定の金額をもつて定められているか否かという点にあるのであつて、券面上に一定の金額が表示されているか否かという点にあるのではない。従つて、券面上には一定の金額が表示されないが、定款には一定の金額が表示されるいわゆる記載式無額面株式 (Stated value no-par stock)[4] は通俗的な名称は無額面株式であるが、法律上は額面株式と解すべきである。前述せる如く額面株式の法律上の意義は資本組入の額が定款により一定の金額をもつて定められている株式であるが、歴史的にみると額面株式は株券への券面額記載の慣行から出発している。即ち、株式を表彰する証券としての株券の制度が発生し、これに一定の券面額を記載したということは、おそらく株金の払込受領証から発達したものであり、その券面額は株式の対価として支払われた金額であつたものと思われる。[5] そして一方において券面額均一の慣行を生じ、各人の投資額の決定と表決権算定の便利から、裁判所の判例は、株券の発行についてその券面額だけの対価を受領したるものと推定する法理を定立した。[6] かくて券面額は株式の必然的属性と考えられ、株券の流通が強大となるに及んで、取引所制度を生み、株式会社の企業形態としての特徴を発揮してきた。また券面額は株主有限責任の限界として作用すると共に、会社資本の構成単位として会社資本の額を決定し、資本維持の原則の基礎となり、利益配当の標準となるなど今日の株式会社法制に一定の原則を確立するに至つた。[7] かくの如く株式制度としては額面株式が古くから原則的なものであり、無額面株式制

度が法律的に確立されたのは比較的最近に属するのである。即ちアメリカにおいて十九世紀の中頃から額面株式が会社にとつて必ずしも良い結果を与えるものとはいえないという事実が漸次実際界に感ぜられるようになつた。即ち、アメリカの会社においては、現物出資の事例が極めて多く、この場合額面株式は出資財産の過大なる評価とこれによつて生ずるいわゆる水増株の発生という弊害を生ずる。[8] この弊害を除去するために最初裁判所は、かかる結果を生ずるが如き株式引受契約の効力を否認したり、証券の募集及び販売についての取締法たる Blue sky law を制定したが、これらの処置では十分防止することができないので、遂に一九一二年ニューヨーク州株式会社法は無額面株式の発行を認めるに至つた。以来他の州においても漸次その法律を改正して無額面株式を採用することになり、現在では殆んどの州が無額面株式を認めている。[9] 一方、ドイツにおいては、すでに一八六五年に、鉱山会社に限り無額面株式の発行が認められていたが(いわゆる Quotenaktien(比例株)の制度)、[10] 無額面株式の採用の是非についての論争が活潑になつたのは一九三〇年の株式法改正草案においてであつた。即ち、一九二四年に開催されたドイツ法曹大会ではフレヒトハイムとハッヘンブルヒによつて無額面株式は額面以下の発行を誘発するばかりでなく資本確定の原則を崩すおそれがあるという理由で、その採用を否定した。その頃ガイラーやルーデウッヒもまた右と同様の理由で無額面株式否定論を主張した。次いで一九二六年に再びドイツ法曹大会が開かれたが遂に無額面株式は採用されず、一九三七年、額面株式のみを認めたドイツ株式法が誕生したのである。第二次世界大戦の前後においては、この問題は一時影をひそめたが、一九五四年、ジーベルトによつて再び学会にこの問題が取上げられた。[11] その後、一九五八年に西ドイツ有価証券取引業者連合会は額面株式および無額面株式の発行を併存的にゆるすことを賛成決議したが、[12] 同年、西ドイツ連邦司法省が発表した株式法報告者草案は従来どおり額面株式の制度だけしか認めていない。イギリスにおいても、一六世紀頃、無額面株式と類似した株式会社の資本の何分の一宛を出資者に割当てる制度があつたが、その後アメリカの無額面株式制度に重大な関心が払われ、議会においてもこれに関し激しい論争が行われた。その結果いわゆるグ

リーン委員会では、株式の割引発行の問題に関連してアメリカの先例にならい無額面株式の発行を認めよとの提案が有力に支持されたが、無額面株式の発行を認めるには至らず、一九二八年僅かに額面株式の割引発行が会社法四七条・一〇八条として特別な場合に特別な要件（詳細は後述）の下に認められたにすぎなかった。第二次世界大戦後も、この問題についてコーエン卿を委員長とする研究委員会が設けられたが、未だに結論は出ていない。[13] その他、欧州にはベルギーの一八七三年法三八条、一九一三年法四一条、に無額面株式についての規定があり、[14] リヒテンシュタインの一九二六年法二六二条にもこれについての規定があるが、[15] いずれも額面株式を建前としながら、例外的に無額面株式を認めているにすぎない。

(3) 津田利治「会社法の大意上」一四六頁参照。

(4) 記載式無額面株式は一名準無額面株式（Quasi no-par stock）ともいわれ、その定款に表示された金額は株式発行価額の最低限を決し、株式引受人（subscribers）の責任を限定し、これを超過した価額をもって発行する場合は、その超過した部分は払込剰余金（paid-in Surplus）として資本剰余金（Capital Surplus）を構成する。またその表示された金額以下で発行価額を定めることはできない。この種の無額面株式はニューヨーク、イリノイ、オハイオ、アリゾナなどの州で認められている。なお松岡・前掲講座五二八頁参照。

(5) Harno A. J. & Rice P. F, Non Par Value Stock, 56 American Law Rev. 325. 高島正夫「無額面株式の効用と限界」企業会計六巻二号八三頁。

(6) Scoville v. Thayer, 105 U.S. 143, 26 Ed. 968 (1881).

(7) 松岡・前掲講座五二四頁参照。

(8) W. Cook, Watered Stock-Commissions-Blue Sky Law-Stock without par value, 19 Michigan Law Rev. 583 (1920).

(9) 高島文雄「無額面株式の観念及価値」法学協会雑誌四八巻一〇号七七頁。島本英夫「無額面株式制度」英米会社法五〇頁、延時英至「米国における無額面株式制度の発展」法学新報六一巻一〇号。例外はネブラスカとオクラホマ州である（Israels, Problems of Par and No Par Share: A Reappraisal, 1947. 47 Col. Law Rev. 1279)。

(10) Wildman and Pawell, Capital Stock Without par value. pp. 23, 24. 高島・前掲七七頁、碓氷厚次「無額面株式の諸問題」大分大学経済論集四巻二号二頁。

(11) Flechtheim und Hachenburg, Verhandlungen des 33. Deutschen Juristentages, Berlin und Leipzig 1925 S. 385, 402, 412 und 428. Geiler, Die wirtschaftlichen Strukturwandlungen und die Reform des Aktienrechts in den Gesellschaftsrechtlichen, Abhandlungen, hrg. v.

Nussbaum, Heft 6. Berlin 1927, S. 18–19; Verhandlungen und Berichte des Unterausschusses für allgemeine Wirtschaftsstruktur, 3. Arbeitsgruppe; Wandlungen in den wirtschaftlichen Organisationsformen, 1. Teil. Berlin 1928, S. 62 ff. Wilhelm Ludewig, Hauptprobleme der Reform des Aktienrechts, Marburg in Hessen, 1929, S. 50f. Siebert, Fragen zur Vereinheitlichung des Aktienrechts, 21. Beiheft der ZHR, Stuttgart 1954, S. 32 und 34. 中村武「比較無額面株制度論」法学新報六七巻三号二頁、三頁。

(12) Matthiensen, Warum keine nennwertlosen Aktien? Frankfurter Allgemeine Zeitung Nr. 25 v. 30. Jan. 1959 S. 15.

(13) Board of Trade, Report of the Committee on Company Law Amendment, London, June 1945, Nr. 17 and 18 は無額面株式の採用を否定しており Board of Trade, Report of the Committee on Shares of no par Value, March 1954 Nr. 29 は無額面株式の採用を肯定している。中村・前掲一一二頁。

(14) ベルギー法四一条は「株式会社の資本は額面株式と無額面株式とに分れる。無額面株式は会社財産の持分の一部分を表彰する。株式会社は額面株式のほか無額面株式の発行ができる。そのいずれにするかは定款によつて規定される」としており日本法に良く似ている。中村・前掲一〇頁参照。

(15) リヒテンスタイン法二六二条は「会社の基礎資本は額面株式及び無額面株式から構成される。一つの株式会社が額面株式および無額面株式の二種の株式を発行することが認められる。額面株式に関する規定は、各規定の性質上これを無額面株式に適用できない場合を除き、これを無額面株式にも適用する」と定めている。中村・前掲一五頁参照。

## 三　券面額の意義

昭和二五年の商法改正以前においては、額面株式の券面額はそのまま資本額を均分した単位金額となつており（旧法一九九および二八八Ⅱ）、券面額に相当する金額は必ず資本に組入れられなくてはならないものとされていた。改正法においても、額面株式にあつてはその券面額は従来と同様資本の構成部分であるが（二八四ノ二Ⅰ）、資本と株式の関連から考えられた資本確定の原則はなくなり、準備金を資本に組入れて新株を発行しないときは（二九三ノ三）組入れられた額は株式に関係なく資本の構成部分になるから、券面額は常に資本を均分した単位金額であるとはいえなくなつたのである。[16] 次に券面額は株式の発行価額の最低限度を示すものであるとされ（二〇二Ⅲ）、従つて額面株式の発行価額を券面額以下で定めることは禁止さ

れる。また券面額は会社の利益配当の標準となる。配当は券面額の何パーセントとして行われるのが普通であり、かくの如き方法は利益配当が過大であるか否か一見して知ることが出来るし、その株式の利廻りを容易に計算しうる便宜がある。このように見てくると、券面額は現行法において資本構成の単位金額である意義は失くなつたにしても今なお発行価額中必ず資本構成の基礎となるべき金額であること、株式の最低発行価額を定めていること、利益配当の標準となることなどの重要な意義を有しているのであり、これらは株式会社の資本の充実に大きな機能を果していると共に、会社債権者および株主の利益を保護しているものということができる。それにもかかわらず、一部の学者は株式の市場価格が券面額とは無関係に決定されるということを論拠に[17]、券面額は単に出資額という歴史的事実を表示しているのみであり、しかも投資大衆に対しては券面額があたかも株式の真価であるかの如き錯覚を起させるので、ほとんど無価値に近い株式に投資させ、あるいは反対に極めて価値高い株式を安く見誤る危険さえもあつて、投資大衆にとつては有害無益のものであるから、券面上に一定の金額を表示することは早急に廃止して、単一の真実価値をもつ無額面株式[18]のみを認めるべきであると主張する。[19] しかし、この見解は、券面額の法律上の意義を株券上の一定の表示金額と混同している点において、すでに誤りをおかしているのであるが、一歩譲つて、券面額の意義を株券上に表示された一定の金額をも含ましめて解してみてもこの見解は妥当ではない。なぜなら、たしかに株式の市場価格は企業の収益力や一般的信用によつて高低を生ずるとともに市場操作というような非合理的な要素が加わつて決定されるものであり、株式の券面額とは無関係に決定されるが、それにもかかわらず、株式の券面額と市場価格との関係は、一応、その会社企業に対する判断の資料を与えているように思われるからである。すなわち、いわば会社の実質財産に企業の将来性などの種々の要素を加えた全体のものを株式数で除した数額である株式の市場価格が、会社の保有すべき財産額を株式数で除した数額、すなわち株式の券面額を上廻つている場合には、一応、その会社の内容は優れており、反対に、市場価格が券面額を割つている場合には、その会社の内容は劣つているものとみてよいだろう。ただ

し、この意味における券面額と市場価格との関連性は、会社が額面株式のみを発行している場合に限つて見られるのであつて、会社が額面株式と無額面株式とを同時に発行している場合には、株式の券面額と会社資本との関係は全く切断されてしまうから、両者の関連性はみられない。従つて、株式の券面額が有害無益の記載であり、投資大衆を誤解に陥れるという危険は会社が額面株式と併行して無額面株式を発行している場合に現われるのであつて、額面株式のみを発行しておれば、かくの如き危険は存在せず、むしろ、取引上の便宜を投資大衆に与えるものである。故に、それぞれの場合を区別することなく、一概に、株式の券面額は投資大衆にとつて有害無益であるとする前述の一部の学者の見解は誤つている。[20] 要するに、額面株式のみを発行し、無額面株式を発行しなければ、株式の券面額は株式会社の資本の充実に大きな機能を果すのみならず、投資大衆に対しても取引上の便宜を与えるものである。

(16) なお券面額には株主の会社に対して負担する責任限度を示す意味もあるとされるが、それはむしろ券面額よりも株式の引受価額を限度とするものというべく（二〇〇I）、全額払込主義（一七〇I、一七七I）をとる現行法では意味がない（松岡・前掲講座五一三頁）。

(17) 株式には理論上名義価値（Nominal value）と真実価値（real value）とが存在する。名義価値とは券面額（par value）をいうのであり真実価値とは会社の純資産を株式数で割つたものをいう。券面額は単に名目上の価格が定款及び株券上に表示されているものであるから、真実価値とはなんらの必然的関係をもたない。更に株式は市場価格によつて取引される。市場価格は株式の市場価値（market value）の表示である。株式の市場価値は会社企業の経済的価値（例えば資産内容、経営状態、収益力、一般的信用など）によつて決定されるからこれも券面額とは無関係に決定される。高島・前掲八二―八四頁。松岡・前掲講座五二五頁参照。

(18) 株式の本質は株主が会社企業に参加する割合的地位と利益配当、残与財産の分配にあずかる割合的地位を示すものであるから株式から額面をなくすることが株式の真の姿に合致するものである。Stevens, Handbook on the law of private Corporation, pp. 858, 859 (1949).

(19) 高島・前掲八五頁。

(20) 津田「改正株式会社法総評」本誌二四巻四号二五―二六頁。高島・前掲八三頁。

## 四　券面額と発行価額との関係

商法は、額面株式の発行価額について、額面株式の券面額は均一であること（二〇二I）、ならびに、その金額は五百円を下らない範囲で、定款をもつて定めることを要求しており（二〇二II）、同時に、額面株式について、その発行価額を券面額以下に定めることを禁止している（二〇二III）。従つて、五百円という額面株式の券面額の最低限は、一方において、額面株式の最低発行価額である。そして、会社の自己資本調達の便宜という点からみれば、株式の発行価額はなるべく低い方が良いわけであるから、会社は法律で許されている五百円の最低限に券面額をきめるのが通例である。もつとも自己資本調達のためには、更にこの法定券面額を低下させることが望ましいように思われるが、これを著しく低下させると、一般大衆の零細なる貯蓄を株式投機に向わしめ、株式会社がいかなるものであるかを解せずして企業に参与する危険が生ずる。従つて額面株式の最低発行価額は、自己資本調達の便宜と不健全なる零細投資の防止のバランスの上に決定されなければならない。一方、終戦後のいわゆる財閥解体の要請、株式の民主化、企業所有の分散、資本の大衆化という一連の理想からは、券面額をあまりに高くすることも適当ではない。[21] 商法はこのような見地から額面株式の券面額の最低限を上述の如く五百円と定めたのであるが、これは昭和二五年の改正によつて改められたものであり、それ以前は、券面額の最低限は二十円と定められていた（昭和二三年の商法一部改正。それ以前は株金分割払込制度の下、券面額の最低は五十円であり、一時に全額を払込む場合に限つて二十円まで下すことができた（旧二〇二））。そして、現行法の下においても、旧法によつて設立された会社においては、一株の金額は旧法のままで差支えなく、新に発行する株式についても依然として旧法が適用される（附則4）とされているため、現在実際界では額面五十円の会社が最も多く、旧来の法定最低券面額である二十円を維持している会社も存在する。もつとも旧法によつて設立した会社は、株主総会の特別決議で、株式を併合して一株の券面額を五百円以上とすることもできるのであつて、

この場合には、その株式の併合につき資本減少の場合の株式併合に関する規定（三七七～三七九）を準用することになつている（施行法一〇Ⅱ）。そして、この株式併合による券面額引上の方法は、その規定が任意的であつたことと、その手続が面倒であり、ことに株式併合には株券の提供（三七七Ⅰ）、新株券の交付（三七八）などのために一定期間株式の取引を停止しなくてはならないばかりでなく、費用などの点からもその実施がなかなか困難であるため、一般にはあまり利用されていない。[22] 従つて旧法により設立した会社の大部分は、小額面株式の不便をかこちつつも、依然旧法による額面株式を発行しているのが実状である。しかしかようにして旧来の最少券面額すなわち二十円を維持することは、物価が戦前の三百倍以上に高騰しているのと比較して著しく不均衡であり、株券作製の費用、株主総会招集通知の費用などを賄いきれないことになる。かつ数次に亙る新株発行の結果、株数は莫大となり、零細株も激増することになつて、株式事務をますます煩雑ならしめる。更に資産再評価特別措置法が制定されるに及んで、資産の再評価が強制され、再評価積立金の資本組入及びそれに伴う新株発行により実に膨大な無償株の過剰発行が予想され、株式増加の傾向に拍車をかけるものと思われる。[23] そこで、近年では、額面株式の券面額の最低限をさらに五千円に引上げるべきであるという主張が現われており、[24] 法制審議会商法部会でこの問題は熱心に討議されたが、そこでは券面額五千円の引上げを既存の会社にも一律に強制しようとする案と、一定株式数未満の従来の株式の取引を制限しかつ今後小額株を発行しないこととして、小額株の整理は会社自身の努力にまつこととする案が考えられたが、結局意見の一致をみないで一応留保されることになつた。[25] 券面額五千円の引上げが妥当であるか否かは種々の面より検討して判断すべきであつて一概に論じ難いが、券面額は株式民主化の理想及び資本調達の便宜化の要請に反しない限度において、不健全な零細投資を誘発しないよう、なるべく高額の所に維持されるべきものである。ちなみにドイツ株式法八条は千ライヒマルク、フランス商法は数次にわたる改正を経て一九四九年八月四日法二八条において一万フランといずれも相当高額な券面額を法定している。

額面株式の発行価額は会社設立の際には発起人全員の同意により（一六八ノ二2）、また新株発行の際には取締役会の決議によつてこれを決定する（二八〇ノ二I2）。額面株式の券面額は均一でしかも最低限が法定されているから、それ以下での発行価額を決定することはできないが、商法はその最高限についてはなんら規定していないので、額面株式の発行価額を券面額以上の価額に決定することはなんら差支えない。ただし、この場合には、その券面額超過額の金額を資本準備金として積立てることを要する（二八八ノ二I）。

これに対して、商法は、無額面株式の発行価額については、全く異つた取扱をしている。すなわち、その最高限を法定しないことは額面株式の場合と同じであるが、その最低限についてもなんら法定することなく、ただ設立当初の最低資本額を明確にさせるという趣旨から、設立に際して無額面株式を発行する場合に限り、その最低発行価額を定款の絶対的記載事項としているにすぎない（一六六I7）。従つて、設立に際しての発行価額は定款に定められた最低発行価額を下らない範囲でなければならないが、会社の成立後、発行する無額面株式の発行価額は取締役会が自由に決定しうるのであり、いかに低い発行価額を定めても良いことになる。故に、自己資本調達の便宜という面からみれば、無額面株式におけるこのような取扱いの方が額面株式の場合よりも有利であるが、一方、あまりに低い発行価額は、株主の利益を侵害し（詳細は後述）、不健全な零細投資を誘発することになり、また会社にとつても零細株主がなす出資は却つてマイナスであつて、かかる少額の金額では、もはや資本として機能しえないという弊害を生ずるおそれがある。

(21) 松岡・前掲講座五一六頁。

(22) 施行法一〇条二項の特則により額面引上を敢行したのは東宝株式会社、東洋製罐株式会社の二社に止まる。吉田昂「新商法施行二年間の実績」判例タイムズ三五号一七頁参照。

(23) 松岡・前掲講座五一七頁。

(24) 詳細は村橋時郎「額面株式の券面額引上について」彦根論叢二二号、後藤正見「額面引上強制問題の研究」企業会計六巻六号参照。

(25) 吉田「商法改正審議の状況」法律時報二七巻四号九二頁、松岡、前掲講座五一七頁。これに対し、最近の実務界には額面引下の機運が生じている。すなわち、額面五〇〇円の会社の中で、株式分割の方法又は会社合併の方法によつて額面を五〇円に変更するところが目立つてきている。現在までに株式分割の方式によつて額面変更を行つた会社（いずれも昭和二五年改正前に設立の会社）はブリジストン・タイヤ、オリジン電気、湯浅金物、東洋製罐の四社であり、会社合併の方式によつて額面変更を実施したのは三協精機、富士発動機、川崎化成、協同飼料、日本機械計装、東急エビス産業、天田製作所の七社である（樺山満「株式の額面変更について」商事法務研究二二二号二頁）。

## 五　無額面株式の弊害と効用

無額面株式の弊害として次の諸点が考えられる。第一に取締役の不公正な低価額発行を容易にし、旧株主の利益を害するおそれがある。すなわち、会社の成立後発行する無額面株式の発行価額は、額面株式の場合と異なり、株式の最低発行価額の制限もなく、発行の都度取締役会の自由な決定に任せられているから、新株発行の場合に旧株の市場価格を著しく下廻る価額で無額面株式が発行され、それが旧株主以外の者に割り当てられると、旧株主の利益は著しく侵害されるおそれがある。[26] もつともこの点に関し、商法は新株発行前においては、株主に新株発行差止請求権を認め（二八〇ノ一〇）、新株発行後においても、不公正な価額であることを知りながら取締役と通謀して株式を引受けた引受人に対して不足額の追払をなさしめる（二八〇ノ一一）と共に当該取締役の責任を規定し（二六六I5）、これと関連して株主の代表訴訟を認めるなど（二六七、二六八）株主に対し種々の救済規定を設けているが、これらの規定だけでは十分に株主を保護し得ない。なぜなら、これらの救済規定が適用されるのは著しく不公正なる価額によつて株式が発行される場合に限られるのであつて、何を基準として発行価額が著しく不公正であると判断するのか、その基準が確立されておらず、争ある場合には、裁判所が市場価格などを考慮して判断している現状であるからである。ちなみにアメリカにおいては、無額面株式の発行価額の法律上の制限として、真実の価値（real value）のない対価をもつて発行することを禁ずる虚構的発行禁止（prohibition of fictitious issue）の原則が

あり、州法又は判例法でこの原則を採用するものが多い。[27] また州当局 (state authority) や各種の州委員会 (public service commission, railroad commission, corporation commission) の監督をうける場合もあり証券の募集及び販売についての取締法たる Blue Sky Law の存する州においては、それによる取締をうける。また新株発行の際の無額面株式の発行価額を取締役会の決定に委任する立法をとる州法においては、取締役は株主に対して受任者としての信頼関係上の義務 (fiduciary duty) を負担するから発行価額は衡平的最低限 (equitable minimum of issue price) 以下に定めることはできないとされている。[28] わが国にはアメリカにおけるが如き虚構的発行禁止の原則や監督機関も存在せず、また衡平的最低限の法理も確立されておらないから、[29] 低価額発行に対する旧株主への保障はアメリカに比して薄いものといわなければならない。なお旧株の市場価格より著しく低い価額で発行される新株によつてうける旧株主の不利益を防止するためには会社が予め定款上に株主の新株引受権を定めておき、旧株主に無額面新株を割り当てるのも一方法のように思われるが、現行法は株主の新株引受権を認めない建前をとつているから[30] このような処置を会社側に期待することはほとんど不可能のように思われる。第二に無額面株式は、発行上に差支が起る。すなわち投資家にとつては額面が一つの魅力であり、投資価値決定のよりどころとなつている。無額面株式には額面株式の如く均一の基準金額がなく、発行の都度発行価額を異にするためにその都度投資価値の調査が必要となるが、それは投資家にとつて煩瑣である。[31] 第三に無額面株式は一般に低額で発行される可能性が多く、従つて小資力者の投機を刺戟する危険がある。[32]

一方、無額面株式の効用と考えられる点は新株発行による自己資本調達を容易にすることがあげられる。すなわち、額面株式の場合は券面額以下の発行が禁止されているから、株価が券面額を割つているような場合は、会社は新株発行によつて自己資本を調達することがほとんど不可能となるが、その場合でも無額面株式ならば、最低発行価額の制限がないから容易に自己資本を調達しうる。[33] しかしこの効用は無額面株式のみに認められるものではない。なぜなら、この効用は最低発行価

額を制限しない場合にあらわれるのであり、無額面株式の場合に最低発行価額の制限がないのは何も無額面株式そのものの本質からくる論理的要求ではなくて、[34] 無額面株式の場合には額面が存在しないため、その株式の最低発行価額を決める基準の決定が困難であるという実際的な理由にすぎないからである。従つて、額面株式の場合にもこのような効用を発揮させようとすれば、その是非はともかく、券面額以下の発行を認めれば良いわけである。ここに額面株式の割引発行提唱論の根拠がある。[35] 次に無額面株式は会社の組織変更や合併などを容易にするといわれている。すなわち会社の組織変更は種々の動機によつて行われるが、経営の不振を挽回し捲土重来を期すために行われるのが一番多い。この場合は、その健全なものである限り、会社は資本の減少を行う。ところが、額面株式の場合には、減資の一方法として券面額を減少することができる。この場合、一般株主は券面額の減少によつて損失をうけるものではない。なぜなら株主の利益は持株の発行済株式総数の比率によつて増減するものであり、券面額の増減によつてなんらの変動をうけるものではないからである。しかるに実際上株主は券面額の減少を自己の損失であると錯覚し易く、そのために株主は会社の減資に反対する傾向が強い。この場合に無額面株式のみを発行しておれば、会社は、株主の減資についての同意を容易にうることができ、会社の組織変更が円滑に遂行されうるといわれている。[36] しかし、この効用は多分に株主の心理的作用によるものであり、敢て無額面株式を発行しなくても、株主の券面額に対する誤つた考えを是正することによつても達しうるのではなかろうか。また無額面株式は取締役又は発起人が資産の過大評価を行つて水増株を発行する弊害を除去すると考えられているが、無額面株式を発行したからといつて水増株を完全になくすことは出来ないであろう。[37] このように考えてくると、無額面株式は旧株主や、投資大衆に対し多大の弊害を与えるのに対し、その効用と考えられる諸点は他の方法によつても補いうる余地があるものである。従つて弊害の多い無額面株式制度を採用するよりは、額面株式制度の下において、無額面株式のもつ効用を何らかの方法でとり入れる方が望ましいように思われる。

(26) W. Cook, American Bar Association Journal October 1921. Heenen, L'existence et l'opportunité des actions sans valeur nominale dans les sociétés anomynes, Reveue des droit international et de droit comparé, 27 (1950) p. 81. この結果は現行法のように額面株式と無額面株式の併行発行を認めている場合には旧額面株主の利益の侵害となつて現われる。

(27) 高島・前掲一〇五頁、松岡・前掲講座五三一頁。

(28) 衡平的最低限とは従来の株主の衡平的利益を害することなくして発行しうる最低限度の価額をいう。この衡平的最低限は何を基準として決定されるか。アメリカにおける権威ある学説によれば「その特定の株式の発行によつて得ようとする資金が各関係者の立場からみて当然必要な場合に、その株式により公開市場で得られる最高市場価額である」Robbins, No-par stock, p. 68. 高島・前掲一〇八頁。

(29) 商法二八〇条ノ一一の「不公正ナル発行価額」をこの衡平的最低限に反する価額と解する反対説もある。松岡・前掲講座五三二頁。

(30) 拙稿「株主の新株引受権の研究」本誌三四巻二号二三頁以下参照。

(31) 松岡・前掲講座五三八頁、高橋・前掲四〇頁。

(32) この他無額面株式の弊害として、無額面株式の払込額の相当部分が払込剰余金とされて資本には組入れられないため、会社債権者に対する Trust fund たる資本金額は額面株式の場合に比較して少額となる可能性があるから、それだけ無額面株式は債権者の利益を害すると解する見解もあるが、少額の資本が債権者の利益を害することになるか、疑問である。W. Cook, Principles of Corporation Law, p. 155. Warren, "The progress of the Law; Corporation" 34 Harvard Law Rev. 282, 286. 松岡・前掲講座五三九頁参照。

(33) 鈴木・石井「改正株式会社法解説」九頁参照。

(34) このことはまた、諸国の無額面株式採用の理由が証明している。アメリカにおいては、前述の如く額面株式の場合における現物出資の際の過大評価によつて生ずる水増株の弊害を除去するために無額面株式が採用されたのであり、ベルギーにおいても最初はアメリカと同じ理由で採用されたが実際上ひろく無額面株式が発行されるようになつたのは第一次世界大戦後であり、当時ベルギーはインフレージョンに見舞われ、従来の株式が採用していた額面株式の価額表示は真実にそわず誤解を生ずるに至つたためである（中村・前掲一〇頁）。すなわち、両国とも無額面株式を資本調達の要請（最低発行価額の制限のないことは資本調達を容易にする）のために採用したものではなかつた。

(35) 高鳥・前掲八六頁参照。

(36) 碓氷・前掲二七～二八頁。

(37) 松岡・前掲講座五三八頁。

## 六　額面株式の割引発行

無額面株式の主な効用は会社の自己資本を調達することを容易にすることであるが、その効用は無額面株式の場合に認められる最低発行価額の無制限によつて生ずるものであるから、額面株式についても、この無額面株式のもつ利点を生かそうとすれば、例えば、株価が券面額を下廻つているような場合に限つて、券面額以下の価額で発行すること（割引発行）を認めればよいように思われる。なぜなら額面株式について券面額以下の発行を禁止するのは、何も額面株式そのものの本質からくる論理的要求ではなくて、専ら会社の資本充実、債権者保護という政策的見地から規定されているにすぎないからである。[38] すなわち、額面株式が発行されている場合には、発行済額面株式の券面総額か、または、それを上廻る額が会社の資本を構成するわけであるから、かりに券面額以下の価額による発行を認めれば、会社設立または新株発行の当時において、既に会社の実質財産が資本の額を下廻り、いわば最初から欠損のある状態におくことになつて資本充実の原則に反し、会社債権者を害することになるが、[39] この場合に、他の方法で資本充実の要求をみたし債権者を保護することが出来れば、額面株式の割引発行を認めても差支えないわけである。例えばイギリス会社法は原則として額面株式の券面額以下の発行を禁止しているが、唯一の例外として、株主総会が割引の限度を示して決議をした上、更に裁判所の許可を受けた場合は、一定期間内に株式の割引発行をなし得ることとし、その際券面額と発行価額の差額を未償却額として貸借対照表などに公示せしめることにしている。[40] アメリカにおいても、一八九一年の合衆国最高裁判所の判決が、会社が財政的に窮状にあつて資金調達の必要に迫られているにもかかわらず、株価が券面額を割つているような場合には、取締役が善良なる受託者として発行しうる最高の価額をもつて発行すれば、券面額未満であつても、すべての関係において有効であると判示して以来、[41] 遂に明文をもつて一定の制限のもとに割引発行を認めるに至つた州もある。[42] しかしこの額面株式の割引発行はドイツ法、フランス法、ス

イス法などの大陸法系諸国においては全くみとめられていない。額面株式の割引発行についてとれる態度の英米法系と大陸法系とのこの違いはおそらく、株式会社法に対する根本的な法理念の相違にもとづくものであろう。すなわち英米法においては自己資本調達に機動性をもたしめる要請のためには、券面額の有する資本充実の作用をして一歩譲らしめる方がより妥当であると考えるのに対し、大陸法においてはむしろ資本充実の要請のためには資本調達の機動性がある程度阻害されても致し方ないという観念を維持している様に思われるからである。このことはまた現在アメリカにおいて無額面株式が殆んど支配的であるにも拘らず、ドイツ、及びフランスにおける最近の株式会社法改正草案の中にも無額面株式が採用されていない事実に照らしてみても明らかであろう。なぜなら、無額面株式は理論的にはともかく実質的には額面株式の券面額の発行価額制限を廃棄する作用をもつものであるからである。そこで、額面株式の割引発行を認めるべきか否かという問題を論ずるにあたつては、資本調達に機動性をもたしめる要求と資本充実の要求とが衝突した場合にどちらを優先させるのが妥当であるかという態度決定がその前提となる。難しい問題であり俄かに断じ難いが、資本充実の要求こそ株式会社において、会社の資本を唯一の担保とする会社債権者の保護のために必要不可欠のものであること、株式会社法において、会社債権者の保護の要請は株主保護の要請とともに欠くべからざるものであること、現行法はこの立場にたつて、資本充実を確保する諸規定を設けていることなどを考えてみるとき、資本充実の要請のためには資本調達の機動性の要請をして一歩譲らしめる方が妥当のように思われる。[43] その意味において、弊害の多い無額面株式を認めるよりは額面株式の割引発行を認める方が望ましいと思いながらも一概に額面株式の割引発行提唱論にも賛成出来ないのである。[44] そこで、次には額面株式のみを認め、かつ額面株式の割引発行を認めないで資本を調達する方法が他にないであろうかということが問題になる。この点、全く方法がないというわけではない。例えば、有利な条件をもつ優先株を発行して引受人を募集したり、或は株価に相応する程度にまで資本減少を行つて、旧株を無償で消却、併合又は券面切下げをし、株価が券面額を超えてから通常株を発行して、自己

資本を調達することも可能であり、更に適当な資本をもつ新会社を別に設立し、現存会社の営業全部を譲受けるか、或は、他の会社と合併することによつて、その局面を打開することも可能であろう。[45] ただこれらのいずれの場合においても、例えば資本減少、合併、営業譲渡などの複雑な手続を必要とするが、この手続の煩瑣を回避するために株主及び会社債権者の保護をないがしろにして良いとは云えないのではなかろうか。

(38) 高鳥・前掲八五頁。

(39) このような問題は無額面株式については生じない。なぜなら無額面株式の場合はそのつど定められる発行価額のうちの一定率の金額が資本を構成するわけであるから（二八四ノ二参照）、いかに低い価額で発行されようとも、少くとも発行当初はそれに見合う実質財産が会社に存在するからである。

(40) Buckley, On the Company Acts, p. 141. Jones, F. H, Guide to Company Balance Sheets and Profit and Accounts, p. 125. 一九二八年イギリス会社法四七条、一九四八年同法五七条。

(41) Handley v. Stutz 139 U. S. 417 35 L. Ed. 227, 11. Sup. Ct. 530. 松岡・前掲講座五二〇頁。

(42) 例えばオハイオ州、カリフォルニヤ州など。Stevens, Handbook on the Law of Private Corporation, pp. 703, 708. Ballantine, On Corporation, pp. 469, 470.

(43) 例えば株式の発行価額の全額払込または現物出資の全部履行の要求（一七〇I、一七二、一七七I、II、二八〇ノ七、二八〇ノ一四など）発起人または取締役の払込担保責任（一九二、二八〇ノ一三）、株主からの相殺禁止（二〇〇II）、利益配当の制限（二九〇）の規定など。

(44) もつとも額面株式の割引発行提唱論もイギリス会社法の如く、一定の制限の下に割引発行を認め、かつこの場合に額面額と発行価額との差額はこれを貸借対照表の資産の部に計上せしめて、年次償却をなさしめるなどの法的措置を要求するが、かかる法的措置の確実な履行を期待しうるか否か疑問である（鈴木・石井・前掲六五頁）。

(45) 津田・前掲論文二二頁。高鳥・前掲八六頁。

## 七　結　論

以上、額面株式と無額面株式の両者を認める現行法において、無額面株式が与える弊害を中心に、額面株式と比較しつつ無額面株式制度を論じてきたが、これらの結論を要約すれば次のようになる。額面株式の券面額は資本確定の原則が崩れた現行法においては一見意義を失つたかのように見えるが、それにもかかわらずなお資本充実という重要な作用を維持しているのであり、券面額の記載は投資大衆を誤らせる有害無益のものであるという議論は会社が額面株式と無額面株式とを同時に発行する場合に限つて許されるものであり、額面株式のみを発行している会社については妥当するものでない。無額面株式を発行すると、発行価額につき制限がなくなる結果、一方において会社の自己資本調達を容易にするが、他方株主の利益を害するおそれがあるのみならず多くの弊害を生ずる。そして現行法が認めている無額面株式に関する制限規定（例えば一六六I7、二八四ノ二II、二八八ノ二2など）のみではこれらの弊害を完全に除去することは不可能であり、株主保護の要請はわが国株式会社法における根本的な要請であるから、これらを自己資本調達のために一歩譲らしめることは望ましくない。従つて無額面株式の発行に伴うこれらの弊害を除去し、株主を保護するためには、無額面株式についても額面株式と同等程度の最低発行価額を法定すれば良いようにも思われるが、ここ迄くればむしろ、沿革的に永くわが国の株式会社法の原則として親しまれてきた額面株式制度に統一した方が好ましいのではなかろうか。更にその際、自己資本調達の便宜を図ろうとすれば額面株式の割引発行を認めることも一案であろうが、これは資本充実の原則を崩し会社債権者を害するおそれがあるので望ましくなく、むしろ現在の姿の額面株式制度を維持しつつ、多少の手続の煩瑣という不便はあつても、他の方法による自己資本調達の道を考える方が好ましいように思われる。

なお無額面株式制度を論ずるに際しては、株金分割払込主義との関係も問題となるが、現行法は全額払込主義を採用して

いるので以上の見解は全額払込主義を前提としてのものである。分割払込主義との問題点については別の機会に考えてみたいと思つている。（一九六一、九、五稿）

**附記**　なお、最近に公になつた西山忠範著「株式会社における資本と利益」はこの問題にも触れ、ユニークな見解を示しているが、脱稿後であつたので参考にすることは出来なかつた。