

Title	新株引受権法序説 (二・完)
Sub Title	The principles of pre-emptive right (2)
Author	阪埜, 光男(Banno, Mitsuo)
Publisher	慶應義塾大学法学研究会
Publication year	1964
Jtitle	法學研究 : 法律・政治・社会 (Journal of law, politics, and sociology). Vol.37, No.3 (1964. 3) ,p.18- 47
JaLC DOI	
Abstract	
Notes	論説
Genre	Journal Article
URL	<a href="https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00224504-19640315-0018">https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00224504-19640315-0018</a>

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.

# 新株引受権法序説 (二・完)

阪 埜 光 男

はしがき

第一章 ドイツ法・スイス法およびアメリカ法の動向

一 ドイツ法

二 スイス法

三 アメリカ法

四 総括

以上前号

第二章 新株引受権の法理

一 新株引受権の概念

二 株主の新株引受権の法理

三 第三者の新株引受権の法理

第三章 新株引受権に関するわが商法の法理

むすび

以下本号

## 第二章 新株引受権の法理

### 一 新株引受権の概念

新株引受権の法理の検討にはいる前に、一応新株引受権の概念を明らかにしておこう。

新株引受権とは、会社に対し新株の割当を請求することのできる権利をいふ。新株引受権という文字自体からみれば、そ

これは他の者に優先して新株の引受をなしうる権利であり、従つて引受権者が会社の意思にかかわらず、一方的に新株の引受を成立せしめうべき、一種の形成権であるがごとき感を与えるが、新株引受権者も他の株式申込人と同様に、株式申込証により申込をなし、会社がこれに対して割当をなすことによつてはじめて新株を引受けうるのであるから（商二八〇ノ四、五、六）、新株引受権を以てかかる形成権であるとみることは不可能である。新株引受権は「権利」である。新株引受権者は、会社の新株発行によつてそのまま当然に株式を引受けたことになるのではなく、その権利を行使してはじめて引受人となるものである。また、右の権利を行使すると否とは引受権者の自由であり、従つてその全部または一部を放棄することも自由である。新株引受権はそれ自体引受の義務を伴うものではないから、会社は引受権者に対し新株の引受を強要することは許されない。<sup>(3)</sup>引受権者については別段の制限はない。株主であろうと、株主以外の第三者であろうと差支えない。また自然人たると法人たるとを問わない。

新株引受権には、株主の新株引受権と第三者の新株引受権とがある。

株主の新株引受権とは、株主に株主資格にもとづいて認められた<sup>(4)</sup>は与えられる引受権をいう。これに対し、第三者の新株引受権とは株主あるいは株主以外の者に株主資格にもとづかないで与えられる引受権をいう。前者は株主資格という社団関係上の地位を前提とする権利であるから、これを社員資格にもとづく引受権 (mitgliedschaftliches Bezugsrecht)、後者は社団関係上の地位とは無関係に、たんに契約によつて与えられる権利であるから、これを契約上の引受権 (vertragliches Bezugsrecht) と称することもできる。<sup>(5)</sup>

株主の新株引受権が、株主資格という社団関係上の地位を前提とするがゆえに、定款の定めまたは会社の機関における引受権付与決議があると直ちに発生するのと異なり、第三者の新株引受権は、会社の機関の決議があつても、会社が当該第三者との間にとくに新株引受権授与の契約を締結しないかぎり発生しない。なぜなら第三者は株主とは異なり、社団関係の外

にある者であるから、会社の機関の決議によつて、その権利義務に直接影響を与えられるものではないからである。要するに、第三者の新株引受権とは右のような新株引受権授与契約上の権利であり、会社の機関の決議は、会社が第三者との間に右の契約を締結するための有効要件にすぎない。<sup>(6)</sup>

- (1) 田中誠二「最新会社法論上」四四〇頁。
- (2) 津田利治「新株引受権の正体」私法五号九頁。
- (3) 無論、引受の義務ということも引受権とは別に考へうることである。或る人が会社に対し新株引受義務を負うためには、その者と会社との間にその旨の契約があることが必要であり、且つそれだけで十分である。また引受権者であつても、一旦引受をなした以上は、引受人としての負担義務を負ふことは勿論であつて、この義務と引受義務とは別物である。津田・前掲九頁。
- (4) アメリカにおけるコモン・ロウ上の引受権がこれに該当する。
- (5) Ott, a. a. O., §. 6.
- (6) 津田・前掲二六頁、富山・前掲講座二二六五―六頁。

## 二 株主の新株引受権の法理

### (1) 序 説

すでに比較法的考察によつて明らかなごとく、取締役が株主に対して直接的に利益擁護義務を負わない法制の下では、新株引受権は、株主の利益擁護のために承認されるべき権利であるが、新株引受権は株主のいかなる利益を保護するものであらうか。

この点について、通説は、その保護する対象を株主が会社支配につき有する利益と株主の経済的利益との両者に求めている。すなわち、新株発行の際、旧株主に新株が割当てられないと、株式数の増加は旧株主の会社への比例的参加の地位の低下を来し、その結果、株主が従来総会において持つていた議決力が弱められる。また、株主の経済的利益の面においても、

増資による会社財産の増加が株式数の増加に追いつかない場合には、一株当りの会社財産の分前または配当率が減少し、特に株式市場に流通する株式数の絶対量の増加と相俟つて、旧株市価の低落を招来する危険がある。かかる議決力の稀薄化、財産的分前の減少、株価の低落などによる旧株主の損失を避けるためには、新株が旧株主に持株数に応じて割当てられることが必要であり、これによつて、株主は旧株について失う分を新株によつて填補することができる<sup>(1)</sup>と説明している。

これに対し、新株引受権によつて保護される対象を、株主が会社支配につき有する利益のみに限定して解するフレイの説がある。すなわち、フレイは、会社の議決支配および正味利潤・正味資産につき有する株主の比例的利益の維持に株主の新株引受権の法的基礎を求めるアメリカの通説を批判し、株主が会社の正味利潤・正味資産について有する利益に関する問題は、もつぱら新株の発行価額に関する問題であり、株主が発行された新株の比例的部分の提供をうけることができるという新株引受権の問題とは全く別物であることを指摘し、株主の議決支配について有する比例的利益の擁護のみが株主の新株引受権の法的基礎であることを論じ、その結果、議決権株主に限り新株引受権を認めている<sup>(2)</sup>。

通説とフレイの説とどちらの見解が正しいであろうか。

次に、新株発行の際、新株引受権の有無が株主のいかなる利益にいかなる影響を与えるかを数式を用いて検証することによつて、この問題を考えてみよう（但し、わが国の慣行に従い、会社に均一額面の普通株式一種類しか存在しない場合を想定する）。

元来、ある論述を数学的な正確さをもつて数式に表現することは至難な所業である。しかし数式は論述に比較して理解し易いという利点をもっている。論述を数式に表現することの困難性を認識しながらも、以下の説明においてあえて数式を用いたのは、この数式のもつ利点を活かしたかったからである。

## (2) 新株引受権の有無が株主に与える影響

### (1) 議決力に対する影響

株主は総会においてその持株数に応じた議決権を有する（商二四一）。

ある会社の発行済株式総数を $X$ 、この会社のある株主の持株数を $Y$ とすれば、右株主の会社に対する議決参加の割合は $\frac{Y}{X}$ となり、議決力も $\frac{Y}{X}$ となる。この会社が新株発行によつて旧資本の $\alpha$ 倍の増資を行ったとすれば（倍額増資の場合は $\alpha=2$ 、半額増資の場合は $\alpha=1.5$ となる）、株主に新株引受権がない場合には、増資後の株主の会社に対する議決参加の割合は $\frac{Y}{X \cdot \alpha}$ となり、株主の議決力は従前の $\frac{1}{\alpha}$ に減少する<sup>(3)</sup>。これに対し、株主に新株引受権が存在し、それが右株主によつて行使される場合には、増資後の株主の会社に対する議決参加の割合は $\frac{Y \cdot \alpha}{X \cdot \alpha} = \frac{Y}{X}$ となり、増資後も従前に株主が有していた議決力が維持される。

(d) 経済的利益に対する影響

(a) 残余財産の分前に対する影響

株主は会社清算の場合に、会社に対し残余財産をその持株数に応じて分配することを請求することができる（商四二五）。株主に新株引受権がない場合には、増資によつて株主の会社財産に対する参加の割合は増資前に比し低下する。しかし、増資によつて会社の純資産の額は増加する。そこで、この二つの要素が残余財産の分前にいかなる影響を与えるかが問題となる。会社の増資前の純資産の額を $A_0$ 、旧資本の $\alpha$ 倍の増資後の純資産の額を $A_1$ とすれば、株主に新株引受権がない場合には増資後に株主がうける残余財産の分前 $L_1$ は $\frac{Y}{X \cdot \alpha} A_1$ （但し、 $X$ は旧株総数、 $Y$ は右株主の持株数を示す）となる。ところで、右株主が増資前にうける残余財産の分前 $L_0$ は $\frac{Y}{X} A_0$ であるから、すくなくとも $A_1 \geq \alpha \cdot A_0$ という条件をみたさないかぎり、 $L_1 \geq L_0$ となる。ところで、右の $A_1 \geq \alpha \cdot A_0$ とつう数式はいかなることを意味しているか。また、実務上この数式に合致する場合があるかを次に考えてみよう。

$A_1 \geq \alpha \cdot A_0$ とは会社において、旧資本の $\alpha$ 倍の増資がなされた時に、増資後の純資産の額が、増資前の純資産の額の $\alpha$

倍以上になつてゐることを意味する。いかなる場合にこの結果が生ずるか。いま、新株に対する払込総額をEとすると  $A_1 = A_0 + E$  となり、これを  $A_1 \geq \alpha \cdot A_0$  という数式に代入すると  $A_0 + E \geq \alpha \cdot A_0$ 、 $\therefore E \geq A_0(\alpha - 1)$  となる。この結果より次のことが云える。新株の払込総額が増資前の会社の純資産の額の  $(\alpha - 1)$  倍に相当する額以上になるように新株の発行価額を決定すれば、増資後の会社の純資産の額は増資前の会社の純資産の額の  $\alpha$  倍以上になり、この場合にのみ  $A_1 \geq \alpha \cdot A_0$  の条件を満足することになる。かかる条件をみたす新株の発行価額とはいかなる価額をいうのか。

たとえば、一株の株金額五〇円、旧株総数一萬株の会社において、貸借対照表上、資産の部は資産合計七五万円、負債の部は資本金五〇万円、債務合計一〇万円、未処分利益一五万円であるとすると、同会社の純資産は資産合計七五万円から債務合計一〇万円を控除した六五万円であるから、旧株式一株の実価は、会社の純資産を株式総数で除した数すなわち六五円のはずである。そして、株式の市場価格がほぼ正確に株式の実価を反映しているとすれば、旧株の市場価格は六五円となる。この会社が倍額増資をした場合の新株に対する払込総額をE、新株一株当りの発行価額をPとすれば  $E = 10000 \times P$ 、 $\therefore P = \frac{E}{10000}$  となる。既述のごとく株主が増資後にうける残余財産の分前L<sub>1</sub>が増資前にうける残余財産の分前L<sub>0</sub>と同等であるかまたはこれを超える額になるためには、Eが増資前の会社の純資産額六五万円の  $(\alpha - 1)$  倍に相当する額以上になるとが必要であるから、Pは  $\frac{650000}{10000} = 65$ 円 またはこれを超える額でなければならない。すなわち新株の発行価額が六五円以上(旧株の市場価格以上)でなければならない。

この例でも分るごとく、一般に次のようなことがいえる。株式の市場価格がほぼ正確に株式の実価を反映しているとすれば、新株が旧株の市場価格と同一かまたはこれを超える価額で発行される場合に限り、既述の  $A_1 \geq \alpha \cdot A_0$  の条件をみたすことが可能となる。ところが、実務上、新株の発行価額を旧株の市場価格と同一に定めた場合には、会社の資金調達は不可能となる。なぜなら、その場合には、投資家は新株を引受けないで市場に出廻つてゐる株式を買ひ求めても同じことだし、

また右の株式を取得した直後、相場の動揺によつて株式の市場価格が株式の取得当時より低くなるおそれが十分あるから、右の新株を引受ける者があるとは到底考えられないからである。新株を旧株の市場価格よりも高い価額で発行した場合に、会社は新株の引受手を求めることが全く不可能であることは論を俟たない。

従つて、会社は資金調達を完遂せしめるためには、實際上どうしても新株の発行価額を旧株の市場価格より下廻るところに定めなければならぬのであつて、この場合には、 $E \setminus A_0(a-1) \therefore A_1 \setminus a \cdot A_0$  (既述の)  $\setminus A_1 = A_0 + E \therefore E = A_1 - A_0$  であるから、 $L_1 \setminus A_0$  となり、増資後に株主がうける残余財産の分前は増資前に比し必ず減少することになる。

これに対し、株主に新株引受権が存在し、それが右株主によつて行使される場合には、増資後に株主がうける残余財産の分前  $L_2$  は  $\frac{Y \cdot a}{X \cdot a} A_1 = \frac{Y}{X} A_1$  となる。ところが既述の)  $\setminus A_1 = A_0 + E$  であるから、 $L_2 = \frac{Y}{X} (A_0 + E) = \frac{Y}{X} A_0 + \frac{Y}{X} E$  となる。ここで示された  $\frac{Y}{X} E$  とは、右株主が新株に対してなした払込額を意味するから、増資後右株主がうける残余財産の、実質的な分前  $L_2$  は  $\frac{Y}{X} A_0 + \frac{Y}{X} E - \frac{Y}{X} E = \frac{Y}{X} A_0$  となり、この結果は、増資前に右株主がうける残余財産の分前と同一である。そして、この場合には、新株の発行価額が旧株の市場価格よりいくら低く定められても、株主がうける残余財産の分前は影響をうけないのであり、会社は一方において株主の残余財産に対して有する利益を擁護しながら、他方において資金調達をなすことが可能である。

(b) 利益配当に対する影響

新株引受権の有無が株主の配当可能額に与える影響は残余財産の分前におけるほど一般的ではない。なぜなら、株主の配当可能額は一方において株主の会社財産に対する参加の割合に(商二九三)、他方において配当可能利益(商二九〇)の如何にかかつてるのであり、右の配当可能利益は種々の原因によつて増減するからである。すなわち、株主に新株引受権がない場合には、増資によつて株主の会社財産に対する参加の割合は増資前に比し低下するが、利潤を生ずる源泉である会社資産



は増加するから、増資後の準備金の積立率および会社の収益力が増資前のそれらと同一である場合には配当可能利益は増加する。また、株主に新株引受権が存在し、それが株主によつて行使される場合には、増資による株数の増加率と配当可能利益の増加率が同一である場合にのみ株主の配当可能額が従前通り維持されることになるが、かかる保障はもちろんなく、配当可能利益の増加率が株数の増加率に及ばない場合には、新株引受権の有無に拘らず増資後の配当可能額は増資前のそれより減少するからである。要するに、株主に新株引受権がない場合でも、場合によつては、増資後の株主の配当可能額に不利な影響を与えない場合もあるし、また、株主に新株引受権が存在し、それが株主によつて行使される場合に必ず増資後の株主の配当可能額が従前通り維持されるとは限らないのである。

このように、株主の配当可能額は新株引受権の有無よりむしろ株数の増加率に見合う配当可能利益が構成されるか否かにかかっているのであるから、株主の配当可能額ないし配当率の保障は新株引受権を認める理由にはならないと考える。

また、新株の発行価額如何も残余財産の分配の場合のように、直接に株主の配当可能額に関係しない。なぜなら、新株の発行価額は会社資産を構成し、従つて利潤を生ずる源泉とはなりうるが、たとえその価額が額面を超えて旧株の市場価格と同一である場合でも、その超過額は資本準備金として積立てられなければならないが、配当可能利益を構成するものではないからである（商二八八ノ二I）。

(c) 株価に対する影響

株主は自己の有する株式を自由に譲渡することができる（商二〇四I）。従つて株式の市場価格は株主にとつて重要な経済的利益の一つである。

新株発行による増資の際、新株の発行価額は新株発行当時の旧株の市場価格より下廻るところに決定されるのが通常であり、その際には、増資による会社財産の増加が株式数の増加に追いつけないから、旧株の市場価格は増資前に比し低落す

る。すなわち、ある会社の旧株の市場価格を $W$ とし、右会社が旧資本の $\alpha$ 倍の増資をなすに際し、新株の発行価額を $P$ と定めたとする、株式の市場価格は、 $W + P(\alpha - 1)$ となる。<sup>(4)</sup>

従つて、株主に新株引受権がない場合に、右株主は増資によつて一株当り  $W - \frac{W + P(\alpha - 1)}{\alpha} = \frac{(W - P)(\alpha - 1)}{\alpha}$  分だけ、 $W < P$  なら持株の値上りという利益を  $W > P$  なら持株の値下りという不利益をうけることになるが、増資の場合には、<sup>(5)</sup> 実際には資金調達の上、 $W < P$  でなければならぬから、旧株主は持株の値下りという不利益をうけることがつねである。<sup>(5)</sup>

これに対し、株主に新株引受権が存在し、それが右株主によつて行使される場合には、右株主は発行価額 $P$ で新株の割當をうける結果、新株のプレミアム分、すなわち  $\left\{ \frac{W + P(\alpha - 1)}{\alpha} - P \right\} = \frac{W - P}{\alpha}$  分だけを利得するようにみえるが、一方において、旧株については、既述のごとく一株当り  $\frac{(W - P)(\alpha - 1)}{\alpha}$  分だけの持株の値下りという損失をうけているのであるから、新旧株式を通して眺めれば、右株主には原則としてなんらの利得も損失も生じていないのである。<sup>(6)</sup>

もつとも、株主に新株引受権がない場合でも、新株の発行価額を新株発行当時の旧株の市場価格と同一に定める場合、すなわち  $P = W$  の場合には、株式の市場価格は  $\frac{W + W(\alpha - 1)}{\alpha} = W\alpha = W$  となり、増資によつて株式の市場価格の値下りを生じないから、株主に対し、あたかも新株引受権が存在し、それを株主が行使した場合と同様、何らの不利益も与えないことになるが、新株の発行価額を新株発行当時の旧株の市場価格と同一に定めるならば、既述のごとく、實際上会社の資金調達は不可能となるからこのような場合は現実には存在しないと解するのが妥当である。

要するに、増資による株式の市場価格の低落にもとづく株主の経済的損失は、株主に新株引受権がない場合には、いかなる方法によつても完全に填補しえないが、株主に新株引受権が存在し、それが株主によつて行使される場合には、新株の発行価額を新株発行当時の旧株の市場価格に比し低く定めようとも新株を取得することによつて完全に填補しうるので

ある（但し新株発行費用を度外視する）。

(3) 総括

以上で株主の新株引受権法理の検証を終る。

株主に新株引受権がない場合に、新株発行による増資は、旧株主の議決力を弱め、会社における支配的地位を低下させる。さらに旧株主の残余財産の分前、および株価に不利な影響を与えるおそれがある。その際、増資が旧株主にもたらす議決力の耗弱化は、株主に新株引受権を与え、会社参加の割合を維持させる機会を与えることによつてのみ防止しうるものであるのに対し、増資が旧株主の残余財産の分前および株価に与える損失は、一方において株主に新株引受権を認めることによつて填補しうるとともに、他方において株主に新株引受権がない場合にも、新株の発行価額を旧株の市場価格と同一に決めることによつて填補しうるのである。これが、いわゆる公正発行価額に関する問題であり、現にアメリカにおいては、一方において株主の新株引受権を否認するとともに、他方において公正発行価額の問題が論議の中心となつていゝのである。<sup>(7)</sup>

しかしながら、既述のごとく、新株の発行価額を旧株の市場価格と同一に定める場合には、實際上新株の引受手を求めることは困難であり、資金調達が可能となるから、発行価額の公正性とは右のごとき発行価額を維持することではなくて、新株の消化可能性を主眼として判断されるべきであり、多数の学説は公正な発行価額とは新株の完全消化可能の最高額、従つて旧株の市場価格を基準として、それより多少下廻つた価額であると解している。<sup>(8)</sup> 故に、いかに公正な発行価額が定められたとしても、それが旧株の市場価格を下廻るかぎり、旧株主は既に数式によつて検証したごとく残余財産の分前の減少および株価の低落という不利益をうけるのであり、公正発行価額は株主の新株引受権の否認の完全な代償とはなりえないのである。

このようにみると、アメリカのように株主の利益が直接取締役によつて保障されている法制の下においてはともか

く、このような法制を採らないわが国においては、旧株主の残余財産の分前および株価を維持するためにも株主の新株引受権は承認されなければならないと考える。

要するに、株主に新株引受権が存在し、それが株主によつて行使されるならば、株主の議決力は従前通り維持されるし、また株主の残余財産の分前および株価に不利益をうけるおそれはないのである。従つて株主の新株引受権の法的基礎は株主の議決力の維持および残余財産の分前の減少ならびに株価の低落の防止とにあるのであり、株主の議決力の維持のみが株主の新株引受権の法的基礎であると解する前記フレイの所説は残余財産の分前および株価の両面を看過している点において誤つているものと評しなければならぬ<sup>(9)</sup>。また通説の見解がさらに配当率の維持をも新株引受権の法的基礎と考えているか否か明らかでないが、仮にそのように考えているとするならば、既述のごとく配当率の保障は新株引受権の有無に関係ないから通説もまたこの点において誤りをおかしていると云わなければならない。

株主の新株引受権を承認することは、株主にその議決力を維持させ残余財産の分前の減少ならびに株価の低落を防止させるような機会を提供するものであるから、株主の利益という側からみれば必要不可欠のことである。ところが、その反面、会社の利益という側からみれば株主が新株引受権を有しいわゆる割当自由が拘束されることは、会社の資本調達機の機動性を害するおそれがある。そこでかかる不利を重視して、新株引受権の承認に反対し、原則的に株主の新株引受権を否認している現行法の立場を是とする見解がある<sup>(10)</sup>。確かに株主に新株引受権が存在している場合には、取締役会は新株を株主に割当てなければならず、株主以外の者に割当をなすことは許されないから、機動的な資本調達を害することになるが、だからといって資本調達の確実性までが奪われるものではない。元来、資本調達の機動性と資本調達の確実性とは異質なものである。そして、会社の利益という側からみれば機動的な資本調達ということよりも、確実な資本調達ということの方が重要な筈である。

してみれば、株主に新株引受権を認める場合の方が、株主に新株引受権を認めない場合よりも会社に利益を与えることになる。なぜなら、株主に新株引受権があれば、新株の発行価額を旧株の市場価格よりかなり低く定めても差支えないのであり、この場合には、株主は新株を引受ければ、旧株における損失を新株の利益により補いうるけれども、新株を引受けなければ、既述のごとく損失を蒙るから、勢い新株を引受けざるをえないのであり、いわば間接的に株主の引受を強制する結果となり、会社の資本調達は確実に行われることになる。<sup>(11)</sup>これに反し、株主に新株引受権が存在しない場合には、新株の発行価額は旧株の市場価格を基準とするいわゆる公正な発行価額でなければならぬから、資本調達の確実度は前者に較べて劣るものといわなければならないからである。

要するに、機動的な資本調達は、その美名にかくれて取締役が自己と関係のある一部の者に新株を割当てるということに悪用されるものであれ、必然的に会社に利益をもたらすものではないのである。従つて、この点を考慮しないで、株主の新株引受権が資本調達の機動性を害する故をもつて、直ちにこれを否認することは早計であるといわなければならぬ。

以上を要するに、<sup>(12)</sup>株主の新株引受権は、一方において株主の議決力を維持し、残余財産の分前の減少ならびに株価の低落を防止するとともに、他方において会社に対していわゆる公正発行価額未満の新株発行という余地を残すことによつて増資を確実にするという利益を与えるのである。

(1) 下イソンの通説は *Gadow-Heinichen a. a. O.*, § 153 Anm. 2; *J. v. Gerke, Handelsrecht und Schifffahrtsrecht*, 7 Aufl. S. 362; *Baumhach-Hueck a. a. O.*, § 153 (2); *Wieland, Bd. II, Handelsrecht*, S. 169 など。なほ *Wieland* は増資によつて旧株主の利益および残余財産に対する請求権が侵害され、旧株の市場価格が下落する危険を防ぐために株主の新株引受権を認めることが衡平 (*Billigkeit*) の原則に適合するものであるというが、増資によつて生ずる旧株主の議決力の稀薄化についてどのように考へているのか、明らかでない。

アメリカにおいても通説は *Ballantine, op. cit.*, p. 488; *Stevens, op. cit.*, p. 530; *Cook, Corporations* § 286; *Fletcher, Corporations* § 5135; *Thompson, Corporations* § 3668 など。

日本においても通説である。津田・前掲二頁、富山・前掲講座一三三五一六頁、鈴木竹雄「改正法上の新株引受権」法学協会雑誌七二巻六号五頁など。

(2) Frey, op. cit., p. 572. なお、Frey は株主が議決支配について有する比例的利益と正味利潤および正味資産について有する比例的利益の間

に次の三つの基本的な相違のあることを指摘している。すなわち——  
第一は、議決権新株 (additional voting shares) が発行され、しかもそれが株主に与えられない場合に株主が議決支配につき有する比例的利益が減少するということが、なんら speculative なものではな

第二は、議決権新株を発行する場合に、議決権株主が議決支配につき有する比例的利益を減少しないで維持する唯一の方法は、当該株主が現在の議決支配に対応する議決権新株の比例的部分を取得する機会を持つことである。

第三は、もっぱら比例的議決支配に基礎をおく新株引受権の法則は会社の株式機構 (share structure) がいかに複雑化しようとも実行が可能である。

(3) このことは、また以前ならば行使しえた少数株主権を行使しえなくする。たとえば六ヵ月前より引続き発行済株式総数の三%に当る株式を有している株主または株主群は、商法三三七条の規定によつて総会の招集を請求することができるが、旧株数と同数の新株が発行された後は発行済株式総数の一・五%に当る株数しか有しないことになり、総会の招集を請求することが不可能となる。

(4) たとえば、額面五〇円の株式を有する会社の旧株の市場価格が一〇円のと

$$\frac{110+50 \times (2-1)}{2} = 80 \text{ (円)}$$

とな

と同一に定めた」とすると株式の市場価格はほ

$$\frac{(110-50) \times (2-1)}{2} = 30 \text{ (円)}$$

の持株の値下りという不利益をうける。

(5) 註(4)に掲げた例において旧株主は一株当り  $\frac{110-50}{2} = 30$  (円) を得ることになるが、旧株に

(6) 註(4)に掲げた例において、倍額増資の場合に株主は新株のプレミアム分、すなわち  $\frac{110-50}{2} = 30$  (円) を得ることになるが、旧株に

$$\frac{110-50 \times (2-1)}{2} = 30 \text{ (円)}$$

の株価下落という損失をうけているから株主がうける利益は差し引き〇になる。また、半額増資の場合に

$$\frac{110-50 \times (2-1)}{2} = 30 \text{ (円)}$$

の株価下落という損失をうけることとなるが、この場合には旧株一株に対して新株一株が割当てられるから、結局新株のプレミアム分

$$\frac{110-50 \times (1.5-1)}{1.5} = 30$$

に対応する旧株の株価下落による損失は  $2 \times 20 = 40$  (円) ということになり、株主がうける利益は差し引き〇になる。

(7) 最近の公正発行価額の問題点については、Note, Judicial Control over the Fairness of the Issue Price of New Stock, Harv. L. Rev. Vol. 71 N. 6 pp. 1133-1143 参照。

(8) 高鳥正夫「新株引受権と有利発行」慶應義塾創立百年記念論文集 (法学部) 一九〇頁ならびにそこに掲ぐる文献参照。

(9) もちろん、株主の新株引受権の重要な機能は「Frey」の指摘するように株主の議決力の稀薄化の防止にあることはいうまでもない。しかし、

株主の新株引受権が認められれば、そのことだけで株主の正味資産につき有する利益もまた自動的に保障されるのであるから、株主の正味資産につき有する利益の保護は株主の新株引受権によつて保障されるのではなく、それはもつぱら新株の適正な発行価額の決定によつて保障されるものであると、Greyの主張には賛成できない。

(10) 鈴木・前掲一〇頁、富山・前掲講座二二三八頁。

(11) もつとも、この点に関し、株主が発行される新株を引受けざるをえないような立場に追いこむ新株の額面発行を何故に株主が差止めえないかという疑問を提出し、この場合にもいわゆる公正発行価額の原則が適用されるべきであると解する説もあるが（高鳥・前掲記念論文集一九二二頁）、その場合には、株主は新株を引受ければ簡単に損害を填補できるし、かりに手許資金を欠くようなことがあつても旧株を売却すれば直ちに新株引受の資金を調達することが可能であり、また株主には新株引受の権利のみがあつて義務はないのであるから、新株の引受を欲しない株主が間接的に引受を強制される結果となるという不利益は法がとくに考慮すべきほどのものではないと考える。

(12) 私は、かつて、株主の新株引受権は自益権の割合維持のために認められると解したため、株主の議決力の維持や株価低落の防止などは株主の新株引受権を認める理由にはならないと主張したが（本誌三四卷二五〇頁）、本文のような見解に改める。

### 三 第三者の新株引受権の法理

第三者に新株引受権を認める理由は何か。それは、株主の新株引受権のように株主の利益擁護のためでもなければ、また第三者の利益を保護するためでもない。それは会社に対して機動的な資本調達を保障する<sup>(1)</sup>ためである。すなわち、場台によつては、会社にとつて株主から資本を調達するよりも、株主以外の第三者から資本を調達する方が有利ないしは必要であることもあるから、そのような場合に、株主以外の第三者からの資本調達の道を封じてしまうと、会社側に不利益を与えるおそれがあるからである。

しかし、この機能はなにも第三者に新株引受権を認めなくても、株主以外の第三者にも新株の割当をなしうる道を開くこと、換言すれば、株主の新株引受権を否認し、割当自由の原則を貫くことによつて果たしうるものである。そして、その際、会社があらかじめ第三者と新株引受権授与契約を締結すること、かかる契約を締結しないで第三者に新株を割当てること

とは割当がなされなるときに会社側に債務不履行の責任が生ずると否との違いにすぎない。

要するに、株主の新株引受権を否認し、割当自由が認められる法制の下では、第三者への新株引受権の付与は割当自由の一変形にすぎず、さほど意味のあるものではない。

これに対し、株主の新株引受権を承認し、割当自由を拘束している法制の下では、株主の新株引受権を排除しなければ、会社は第三者に対し新株引受権授与契約を履行することはできない。すなわち、この法制の下では、第三者の新株引受権の付与は、その限りにおいて株主の新株引受権の排除を意味するところに重要な意義を有しており、株主の新株引受権の排除は株主の利害に影響を与えるから、第三者への新株引受権の付与について立法上特別の配慮が必要となる。ドイツにおいて、第三者への新株引受権の付与は総会の増資決議において行われなければならないとされているのもこの故に他ならない。<sup>(2)</sup>

(1) もつとも、機動的な資本調達が必要な資本調達を保障するものでないことはすでに明らかにした。

(2) 総会の増資決議が第三者への新株引受権付与決議を含んでいる場合には、株主の新株引受権の排除決議が同時になされたものと解されている (Gadow-Heinichen a. a. O., § 154 Anm. 4)。

### 第三章 新株引受権に関するわが商法の法理

わが商法は株主には当然には新株引受権はないとしている。既述のごとく、私は、わが商法のように取締役が直接的に株主の利益擁護義務を負わない法制の下では、最も確実な株主の利益擁護の手段として、株主の新株引受権は承認されなければならない。これと反対の立場にあるわが商法は不当な立法と評せざるをえないと考えるが、立法論はともかく、新株引受権に関するわが商法の法理の検討に当つては、株主の新株引受権の否認を前提として考察を進めなければならない。

既述のごとく、株主の新株引受権を否認する法制の下では、第三者への新株引受権の付与ということは、割当自由の一変



形にすぎず、さほど意味のあるものではない。従つて、その付与手続について立法上特別の配慮がなされるべき筋合いのものではない。

しかるに、商法二八〇条ノ二第二項は、株主以外の者に新株引受権を与えるには、定款にこれに関する定めがあるときと雖も必ず総会の特別決議があることを必要とし、この場合に、取締役は新株引受権を第三者に与えることを必要とする理由を総会に開示すべきことを要求している。商法が一方において株主の新株引受権を原則的に否認しておりながら、他方において第三者への新株引受権の付与に関しかかる厳格な規制をなしているのはいかなる理由によるのであろうか。

第三者に新株引受権が付与されると、株主の会社参加の割合は低下し、その結果株主の議決力は従前に比し弱くなり、新株が旧株の市場価格で発行されない以上、株主の経済的利益（但し利益配当の面を除く）は侵害される。しかし、かかる株主の会社参加の割合的地位の低下より生ずる不利益は、実は第三者に対して新株引受権が付与されたことの結果というよりも、むしろ、株主に新株引受権が存在しないことの結果と云わなくてはならない。なぜなら、既に数式によつて検証してきたごとく、株主の会社参加の割合的地位の低下が生ずるのは、株主が新株引受権を有しないこと、換言すれば、割当自由の原則の必然的結果であるからである。従つて、第三者に新株引受権が付与される場合に、株主のうけるこの種の不利益は、株主の新株引受権を原則的に否認している以上、当然認容甘受すべき不利益なのであり、特に株主の保護を問題とすべき場合ではないのである。<sup>(1)</sup>

次に問題となるのは、商法二八〇条ノ三但書との関係である。すなわち、同条は「株式ノ発行価額其ノ他発行ノ条件ハ発行毎ニ之ヲ均等ニ定ムルコトヲ要ス」と規定し、但書に「新株ノ引受権ヲ有スル者ニ対シ有利ニ之ヲ定ムル場合ハ此ノ限ニ在ラズ」と規定している。がらう、新株は旧株の市場価格を基準とする公正価額で発行されなければならないとされている。かかる要請は、株主の利益と会社の利益の双方を保護しようとするものである。すなわち、第一に、不公正価額による

新株発行がもたらす株主の不利益の防止である。既述のごとく、新株発行の場合に発行価額をすくなくとも旧株の市場価格と同一に定めない以上、旧株主の経済的利益は侵害される。いわんや、旧株の市場価格を基準とする公正価額より著しく低い価額をもつてなす新株発行は旧株主の経済的利益を著しく侵害する。そこで、法は公正価額で新株が発行されるべきことを要求することによつて株主の不利益を最少限度に止めようと努力するのであり、いわゆる不公正発行の差止(商二八〇ノ一〇)が認められるのもその故に他ならない。第二に、得べかりし払込額を失うことによる会社の不利益の防止である。そのため、法は取締役と通謀して著しく不公正な発行価額を以て株式を引受けた者には会社に対し公正な発行価額との差額支払義務を認めている(商二八〇ノ一一)。

このように、一般の新株発行について公正発行価額の原則が働いて、それより有利な条件を新株引受権者に定めようというのが商法二八〇条ノ三但書の規定であるから、同但書は、新株引受権者には不公正価額で新株を発行しうる旨を定められても、株主からこれを差止めることは許されないと解するのが通説である。<sup>(2)</sup> 通説はかかる前提の下に、新株引受権者に不公正な価額で新株が発行される場合に、新株引受権者が株主であるときは、株主が旧株にこうむる経済的損失は新株の引受による利得によつて填補されるから問題はないが、新株引受権者が第三者であるときは、株主は右の損失だけをこうむるのであるから法はかかる状態を傍観しているわけにはゆかず、株主の利益擁護のために特別な規整を図るべく、このような趣旨で規定されたのが第三者の新株引受権の付与につき総会の特別決議を要求する商法二八〇条ノ二第二項であると解している。<sup>(3)</sup>

しかし、私はこの見解に対して多くの疑問をもつ。以下に疑問点を指摘しながら私見を述べてみよう。

第一は、通説がいわゆる有利発行の中に不公正価額による発行を含ましている点である。商法二八〇条ノ三本文は新株

の発行価額は発行ごとに均等に定めることを要求しており、同条但書は例外として、新株引受権者に対する場合には有利にこれを定めることを許している。すなわち、発行価額を新株引受権者に有利に定めることができるということは、新株発行条件均等の原則の例外をなすのであつて、そこでは、所与の新株発行について複数の発行価額の存在が前提となる<sup>(4)</sup>。従つて、新株引受権者に有利な発行価額を定めるといふことは、所与の新株発行について異なつた複数の発行価額を定め、そのうちの有利な価額、すなわち、低い方の価額で新株引受権者に発行することである。故に、その回の新株発行について単数の発行価額しか存在しない場合、たとえば、新株の全部が新株引受権者に割当てられる場合には有利発行といふことはありえない筈である。従つて、この場合の新株の発行価額は公正価額でなければならぬ。その際、かりに公正価額より著しく低い不公正な価額による新株の発行が認められるとすれば、それは、会社の資本調達のためとか、あるいは、新株引受権者に対する額面発行の慣行などという別の理由にもとづくのであつて、商法二八〇条ノ三但書によるものではない。しかも、このやうなことは、新株引受権者が株主である場合には既述のごとくさほど問題はないが、新株引受権者が第三者である場合には不公正価額による新株発行は著しく株主の利益を害するものであるから、原則として認めてはならないと考える。しかるに、通説は前記のごとく新株の全部が新株引受権者に割当てられる場合にも不公正価額で新株を発行しうることを認めているが、これはいわゆる有利発行の問題と不公正価額による発行の問題とを混同しているものといわなければならぬ。理論的には公正かつ有利な発行価額も存在しうるし<sup>(5)</sup>、また不公正かつ不利な発行価額も存在しうるのである<sup>(6)</sup>。

また、所与の新株発行について複数の発行価額が存在する場合にも、新株引受権者に対しては必ず有利な価額を定めなければならぬといふものでもない<sup>(7)</sup>。がんらい、新株引受権とは新株の割当をうけうる権利であつて、発行価額の点で有利な取扱いをうけるか否かといふことは関係がない。すなわち、新株引受権から有利発行が理論上帰結されるものではない。それにも拘らず、商法二八〇条ノ三但書を根拠に、新株引受権とは新株を有利に引受ける権利であると理解する考え方があ

(8) だが、この見解は新株引受権の問題と発行価額の問題とを混同しているものと評せざるをえない。発行価額の有利性が新株引受権の内容とはなりえない以上、一部公募、一部新株引受権者に割当の場合には、新株引受権者に対して公募価額と均等の価額で新株を割当てることも、また、公募価額より幾分低い価額で割当てることも差支えない。但し、その価額が著しく不公正な価額である場合には株主は当該新株発行の差止を求めることができるかと解する。

要するに、私は商法二八〇条ノ三但書は新株発行条件均等の原則の例外を定めたものであつて、公正発行価額の原則を崩す趣旨のものではないと考える。

第二は、通説が第三者の新株引受権について総会の特別決議を要求している法の狙いは、実はそれが有利発行を伴う点にあるものと解するため、新株の発行価額が当該総会の決議で定められた最低発行価額にもとづくものである限り、たとえ、旧株の市場価格を著しく下廻るものであつても、それは不公正発行価額の問題とはなりえず、従つて、この場合には、株主の新株発行差止請求権の行使も許されないと解している点である。この見解は既述のごとく有利発行の中に不公正価額による発行を含めて理解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、一步譲つて、有利発行の中に不公正価額による発行をも含めて理解してみても妥当ではない。すなわち、通説に従えば、新株の発行価額が総会の特別決議で定められた最低発行価額にもとづくものである以上、総会の決議に反した株主も、また、かりにその会社で無議決権株が発行されている場合には、その無議決権株主も、たとえ、右の発行価額によつて自己が不利益をうけるおそれがあるとはいへ、会社に対し新株の発行の差止を求めることはできない。もちろん、総会である事項を決議すれば、反対株主も、また、無議決権株主もその決議に服することは当然であるが、そもそも総会の多数決があるからといつて個々の株主の利益の保護のために認められる権利の行使が許されないと解することができるであらうか。商法二八〇条ノ一〇によつて株主に認められる新株発行差止請求権は個々の株主の利益の保護を目的とするものである。そして、かかる権利は総会の決議によつて奪いうる筈

がなく、むしろ、この種の権利は総会の多数決の濫用より個々の株主の利益を保護するところに重要な意義があるのである。この差止請求権はいうまでもなく、アメリカ法上の差止命令 (Injunction) にならつて認められたものであるが、アメリカにおいても、個々の株主の利益の保護のための Injunction の申立を総会の決議によつて阻止しようというが如き見解は存在しない。従つて、たとえ総会の多数決で定められた発行価額であつても、それが不公正な価額であり、しかも、それによつて反対株主、あるいは、無議決権株主が不利益をうけるおそれがあるときは、当該株主は新株発行差止請求権を行使できる筈であり、商法二八〇条ノ二第二項はその例外を定めたものではないと考える。しかるに通説は既述のごとく株主以外の引受権者に対する新株の発行価額は、それが総会の特別決議で承認された最低発行価額にもとづくものである以上、株主からの差止請求権の対象とはならないと考へているが、この見解は差止請求権の本質を見逃しているものといふべく、不当である。

要するに、第三者に新株引受権を付与する場合の発行価額の決定も公募の場合と同様、それが株主の利害に大きな影響を与えるものである以上、いわゆる公正発行価額の原則に従わなければならず、その際、不公正な価額で新株が第三者に割当てられるときは、株主は差止請求権が行使できるものと考ええる。このように解することによつて、第三者の新株引受権が公正発行の隠れ簞になつてゐる悪弊もまた除去されるのである。

してみれば、商法は新株発行について公正発行価額の原則を貫いており、その例外を認めていないと解すべきであり、このことは、株主の新株引受権を原則的に否認する場合には、株主の利益擁護のために公正発行価額の原則が強く働かねばならないという要請に合致するものである。

以上の考察より、第三者の新株引受権の付与について総会の特別決議を要求している商法の立法理由は、株主の会社参加の割合的地位の低下という不利益を防止するためでもなければ、また通説が主張するように、第三者の新株引受権の付与に

不公正価額による発行が伴うことによつて生ずる株主の不利益を防止するためでもないことが分つた。それでは、いかなる理由によるのであろうか。それは、第三者に新株引受権を与えると、それによつて会社の将来の資本系統が方向づけられ、やがて会社支配の根本形態も影響をうけるおそれがあり、かかる会社の資本系統の著しい変更は株主にとつて重大な関心事であるから、そのようなことは取締役会の自由裁量に任しておくことはできないという理由によるのであり、営業譲渡、賃貸または経営委任などを総会の特別決議事項に留保しているのと同趣旨である。<sup>(10)</sup>従つて、特定の第三者に新株引受権が付与され、この者に大量の新株が割当てられることによつて会社の資本系統の著しい変更をきたすおそれがある場合は、たとへ、それが客観的にみて会社全体の利益のために認められるべき場合であつても、当該付与手続は取締役会の一存ではできず、必ず総会の特別決議を経なければならぬのである。さらに、この趣旨を貫徹せば、公募の場合にも特定の第三者に大量の新株が発行され、その結果、会社の資本系統の著しい変更をきたすおそれがあるとき、たとえば、公募の形をとりながら取締役会が自派本位に大量の新株を割当てるような場合には、必ず引受権付与の手続によらなければ第三者に新株を割当てること自体が認められないと解するのが理論的に妥当であると思われるが、法文に「株主以外ノ者ニ新株ノ引受権ヲ与フルニハ」とある以上、これをそのまま解釈論に持ち込むことは無理である。かかる場合は商法二八〇条ノ二第二項が問題となるわけではなく、場合によつては、取締役会の割当権限の濫用の問題が残るだけである。<sup>(11)</sup>

かように、会社の資本系統の著しい変更の危険は第三者に新株引受権が付与される場合だけに固有なものではなく、広く第三者に新株が割当てられる場合に共通に発生するものであるから、この根源に触れないまま、第三者に新株引受権が付与される場合だけにつき、総会の特別決議を要求している法の態度は不当であるといわなければならない。従つて、立法論としては、第三者に新株を割当てることによつて会社の資本系統の著しい変更を生ずる場合には、あらかじめ第三者に引受権を付与しているか否かを問わず、必ず総会の特別決議を経なければならない旨を定めることによつて取締役会の割当自由の

権能をある程度制約することが最も妥当であると思われる。

なお、第三者への新株引受権の付与を株主の新株引受権の排除として考え、商法二八〇条ノ二第二項を株主の新株引受権の排除に重点をもつ規定と解する八木教授の所説がある。すなわち同教授は、(1)株主が新株引受権を有しない場合に、第三者に対して新株引受権を付与することによつて生ずる危険のうち、まず、株主のうける比例的会社参加の地位の変動という不利益は、本来株主が新株引受権を有しないことの当然の結果であり、第三者に対して新株引受権が付与されたことの結果ではないこと、(2)第三者に新株引受権を付与し、その第三者に対して新株を有利に発行することによつて直接に不利益をうけるのは会社自体であつて株主ではないこと、(3)この会社のうける不利益は業務執行上のものであり、従つて、これが防止策を講ずるには、その他の業務執行上の危険防止策と関連して問題とすべく、もし、これだけのことで総会の特別決議を要求するのは、事柄の軽重を誤つているといえること、を根拠として商法二八〇条ノ二第二項は定款において株主に新株引受権を付与しているときに、この株主の引受権を排除して第三者に引受権を与える場合のみ適用されるべきであり、また第三者に新株引受権を付与せず、たんに株主の新株引受権を排除するだけの場合も、この規定の適用が可能であると主張されている。<sup>(12)</sup>

もとより、この見解は第三者の新株引受権に関するこの規定を有利発行を伴わない引受権から理解する立場にたつていたのであり、その点に関する限り正しいと考えるが、その理由とされるところには若干の疑問点が存在するとともに、<sup>(13)</sup>商法二八〇条ノ二第二項を株主の新株引受権の排除に関する規定と解される結論には賛成できない。なぜなら、株主の新株引受権を承認する法制の下では、八木教授の指摘されるごとく、第三者への新株引受権の付与は株主の新株引受権の排除を意味し、株主の新株引受権の排除が株主の利益を害するものである以上、株主の利益擁護のためにその排除手続を厳格に規整する必要があるのであるが、株主の新株引受権を否認する法制の下では、本来株主には新株引受権が認められない以上、その

引受権の排除ということは問題となるべき事柄ではない。そして、わが商法は後者の立場にたつ以上、その引受権の排除について立法上特別の配慮を必要としないと思ふのが妥当であるからである。もつとも、定款において株主に新株引受権を付与しているときは、そこに株主の新株引受権が認められ、その引受権を排除するためには定款変更に関する総会の特別決議を必要とするが、これはとくに株主の新株引受権の排除なるが故にそうしたものではなく、定款の規定を変更する一般的な手続の一つの姿であるにすぎない。また、八木教授の説に従えば、株主に新株引受権がないときに、第三者に新株引受権を付与するには商法二八〇条ノ二第二項所定の手続をふむことを必要としないと解すべきであると思われるが、法文上も「株主以外ノ者ニ新株引受権ヲ与フルニハ」とあるだけで株主の新株引受権の有無について別段触れておらず、また株主に新株引受権がない場合にも第三者への新株引受権の付与について総会の特別決議を要するということは、既述のごとく全く意味がないことではないから、この点に関する八木教授の見解には賛成できないのである。<sup>(14)</sup>

第三者への新株引受権の付与を決議する総会においては、取締役は第三者に新株引受権を与えることを「必要トスル理由」を開示しなければならぬ(商二八〇ノ二)<sup>(15)</sup>。この「必要トスル理由」の内容をめぐつて周知のごとく華々しい論議が展開されており、いわゆる寛大説と厳格説とが対立している。両学説の紹介・検討・批判の詳細は別稿に譲るとして、ここでは「必要トスル理由」の解釈にあつての私の基本的な立場だけを明らかにしておこう。私は、「必要トスル理由」開示スルコトヲ要ス」というのは、総会が議案に対し賛否を判断しうるための材料を必ず開示しなければならないという趣旨であつて、その開示される理由が必ずしも客観的にみて合理的な理由であることを要するものではないとするいわゆる寛大説の結論に賛成である。しかし、その理由は寛大説のそれとは異なり、商法二八〇条ノ二第二項の規定をもつて、既述のごとく第三者に新株引受権が付与され、その結果、会社の資本系統の著しい変更をきたすおそれがある場合には必ず総会の特別決議を要する趣旨と解することと関連する。すなわち、営業譲渡、賃貸、経営委任などに関する総会の特別決議においては、



客観的にみて合理的な理由を開示することを必要としないのであり、第三者に新株引受権を付与する場合に、これとは異なつて客観的にみて合理的な理由を開示することを必要とする特別な理由を考えることはできないからである。もつとも、営業譲渡、賃貸、経営委任などの場合には明文を欠くに反し、第三者に新株引受権を付与する場合には明文をもつて「必要トスル理由ヲ開示スルコトヲ要ス」と定めているから、営業譲渡、賃貸、経営委任などの場合に不必要だからという理由だけから、この場合にも必要だとする私の見解は明文を無視するという非難をうけるかも知れない。しかし、第三者に新株引受権を付与する場合に、営業譲渡、賃貸、経営委任などの場合と異なつてとくに客観的にみて合理的な理由を開示することを必要とする実質的理由が考えられない以上、この明文の存在意義は、これを「必要トスル理由」という字句よりはむしろ「開示」という文字に求めるのが妥当ではないかと考える。すなわち、理由の内容には別段の要請はなく、ただ理由が明示たることを要するにすぎないと解するものである。

最後に、商法二八〇条ノ二第一項を検討しよう。既述のごとく株主の新株引受権は株主が株主資格にもとづいて会社に対し新株の割当を請求することができる権利であるから、割当権限ある会社機関はこれによつて拘束をうける。がんらい、割当権限ある会社機関は新株発行の際に誰に幾株割当てるかを自由に決定しうるのであるが、株主に新株引受権が存在する場合には、まず、新株を株主に、しかも当該株主の従前の持株数に応じて割当てなければならず(商二八〇ノ四、その割当権能に著しい制約をうけることになる。商法上割当権限ある会社機関は取締役会であるから、株主に新株引受権を与えるということは取締役会がこれによつて拘束をうけることを意味する<sup>(16)</sup>。株主に新株引受権が存在するにも拘らず取締役会が新株を株主に割当てない場合には、会社側に割当義務違反が生じ、株主は会社に対して債務不履行の責任を追及しうる<sup>(17)</sup>。要するに会社(取締役会)の割当自由の制約という点に株主の新株引受権の存在意義がある。

これに対し、第三者の新株引受権は契約上の権利である。会社に割当自由か認められている以上、がんらいは会社があら

かじめ第三者とかかる割当の契約を結んでおくこともまた自由な筈である。しかし、この自由を無制限に認めたのでは既述のごとく会社の支配系統の変更を自由に認めることになり、商法が営業譲渡、賃貸、経営委任などの場合に総会の特別決議を要求している趣旨が取締役会によつて骨抜きにされてしまうことになる。そこで法は第三者への新株引受権の付与に際しても総会の特別決議がなければかかる契約を有効に締結しえないとしている。総会の決議は第三者に有効に新株引受権を付与することの取締役会への授權以上のものではないから、あらかじめ総会の決議による承認があつても、現実に第三者に新株引受権を付与するか否かは取締役会が自由に決しうる。<sup>(18)</sup>すなわち、たとえ総会で第三者に引受権を与える旨を定めても、会社と当該第三者との間に引受権授与契約が締結されない限り、当該第三者には権利として主張しうるものとしての引受権は発生しないから、取締役会が総会の付与決議を無視して当該第三者に引受権を付与しない場合は取締役会の会社に対する義務違反が生ずることは格別、会社側に第三者に対する義務違反が生ずることはない。これに対し、取締役会が総会の付与決議に従つて特定の第三者と引受権授与契約を締結した後は会社側に割当義務が生じ、この場合に会社が特定の第三者に新株の割当をなさなかつたときは、会社側に割当義務違反が生ずるが、これは一般の契約違反であつて割当自由の制約の結果ではない。また、総会の特別決議にもとづかないで会社が特定の第三者と新株引受権授与契約を締結した場合は、かかる契約は無効であるが、これは法が株主の会社支配についての利益擁護のためにとくに設けた契約自由に対する一つの制限とみるべきであり、<sup>(19)</sup>割当自由の制約と解すべきではない。従つて、この場合に会社が新株引受権授与契約にもとづき、特定の第三者に新株を割当てても当該契約が無効になるのみであつて、新株の割当の効力には影響を与えず、ただその結果、会社の支配権が取締役会の欲する一部の者に移るおそれがある場合には、取締役会の割当権限の濫用の問題が生ずるにすぎないわけである。

要するに、新株引受権を割当自由との関係から捉えてみれば、株主の新株引受権は会社の割当自由を制約するものである

のに対して、第三者の新株引受権は割当自由を制約するものではなく、むしろ、割当自由の発現の一態様である。

ところで、商法二八〇条ノ二第一項は「新株ノ引受権ヲ与フべき者」は、定款に定めなき場合には取締役会がこれを決定する旨を規定している。この規定はいうまでもなく新株引受権を与える場合に汎く適用されるのであつて、引受権の内容が株主の新株引受権であるか、あるいは、第三者の新株引受権であるかによつて区別されない。そこで、次に、当該規定によつて与えられる新株引受権がいかなる引受権であるか、場合を分けて考えてみよう。

まず、新株引受権を与うべき者が株主であり、しかもそれが定款に規定されている場合には、取締役会はかならず増資新株を株主に割当てなければならないという点で、換言すれば、その限りで割当自由が制約されるという点でこの場合の新株引受権が既述の株主の新株引受権であることは明らかである。

次に、新株引受権を与うべき者が株主以外の第三者である場合には、第三者の新株引受権であることは疑いない。そして、取締役会が第三者に新株引受権を与えるにあつては、かならず商法二八〇条ノ二第二項に規定する要件を充足しなければならぬことは既述の通りである。

問題となるのは、新株引受権を与うべき者が株主であり、しかもそれが定款に規定されていない場合に取締役会がその付与を決定できるという新株引受権が果していかなる引受権であるかという点である。株主の新株引受権であるがためには、株主に新株引受権が与えられた結果、これによつて会社（取締役会）の割当自由が制約されなければならない。しかるに取締役会の決議によつて付与される新株引受権は取締役会の割当方針の決定の結果発生するのであつて、それは割当自由の制約ではなくて、むしろ、割当自由の発現の一態様である。従つて、この場合にたとえ結果的には新株引受権が全株主に付与されたとしても、それが取締役会の割当自由を制約しえない以上、株主の新株引受権ということはできない。それは第三者の新株引受権と解するのが妥当である。なぜなら、既述のごとく第三者の新株引受権は割当自由の発現の一態様であり、ま

た、たとえ新株引受権を与うべき者が株主であつても、当該引受権の性質が第三者の新株引受権でありうることはドイツ大審院判例の認めるところであり、わが国においても学説上認められているところであるからである。<sup>(20)</sup>このように、取締役会の決議のみによつて株主に与えられる新株引受権の性質は第三者の新株引受権であるから、取締役会の決議があつても、契約がない限り当該権利は株主に発生しない。すなわち、当該権利は会社が株主と個々別々に新株引受権授与契約を締結することによつて発生する。しかも、この場合に、前提として、新株引受権を付与することを承認する総会の特別決議があることが必要であり、かかる決議を経ないでなされた引受権付与契約は無効であることはいうまでもない。また、第三者の新株引受権である以上、付与される者が株主であつても株主平等の原則の適用は認められず、取締役会が株主の一部の者に限り引受権付与の決議をなしても、株主平等の原則違反を構成することなくまた取締役会は株主に対し従前の持株に応じた新株を割当てなければならないという制約も存在しない。新株引受権が株主の一部のみに付与される場合には、かならず、その付与について総会の承認決議が必要であるが、新株引受権が総株主に付与される場合には、かかる決議は必要でないと解する。なぜなら、既述のごとく商法二八〇条ノ二第二項は第三者に新株引受権を与えることによつて、会社の支配形態が著しく変更されることによつて株主がうける不利益を防止する趣旨の規定であるから、この場合のように株主に当該不利益を与えるおそれがない場合には本項の適用の外に立つものといわねばならないからである。このように、取締役会の決議のみによつて株主に与えられる新株引受権は第三者の新株引受権であるとする私見は、当該引受権も株主の新株引受権であるとする通説の立場と全く異なつているが、新株引受権の法理を詳細に分析、検討すればこのような結論にならざるを得ないのである。

要するに、商法二八〇条ノ二第一項五号にいう「新株ノ引受権」とは、定款に株主に新株引受権を与える定めをなした場合のみに株主の新株引受権を意味し、他の場合にはすべて第三者の新株引受権を意味するものと解する。そして、第三者の

新株引受権の付与は割当自由の発現の一態様である以上、商法は割当自由を広汎に認める建前をとつていと解するのが妥当である。しかし、割当自由を広汎に認めることは、取締役会の専恣を容易にし株主に不利益を与えるおそれがあるから、立法論的には、この点についての再考慮が望まれる。

(1) 八木教授も同様に解されている(八木弘「第三者の新株引受権」商事法務研究七八号一一三頁)。

(2) 鈴木・前掲二三頁。富山「第三者の新株引受権と有利発行」立命館法学四五号一五七頁。境一郎「発行条件均等の原則」商事法務研究七八号一九頁。

(3) 鈴木・前掲二五頁。富山・前掲講座一二七二頁。

(4) 高鳥・前掲一八三頁。長浜洋一「新株発行価額の公正性」早稲田法学三八卷三・四冊二一八頁。

(5) たとえば、額面五〇円の旧株の市場価格が一〇〇円であるときに新株の発行価額を引受権者に対しては九〇円、その他の者に対しては九五円と定めるような場合がこれに該当するであろう。

(6) 前註の例で、引受権者に対しては五五円、その他の者に対しては五〇円というような新株発行価額を定めるような場合がこれに該当するであろう。但し、商法上は二八〇ノ三但書のため、このようなことは許されないように止まる。

(7) 法文上も「有利ニ之ヲ定ムル場合ハ此ノ限ニ在ラズ」となつてはいるだけであらうが、有利な価額で発行することを要求しているものではない。

(8) 伊沢孝平「新株発行の手續」株式会社法講座四卷二二一〇頁。

(9) 津田・前掲一六頁は第三者に新株引受権を与える場合には特別の事情のないかぎり有利な発行価額を定めえないとする。

(10) 津田・前掲二六頁。

(11) かかる場合は不正発行となり株主は新株発行の差止を請求しうることが一般に認められている。たとえば西原寛一「会社乗取りの法的考察」株式会社の法理論と実際一九六頁。大隅健一郎「会社法論中巻」三三八頁など。

(12) 八木・前掲研究一一一五頁。

(13) 八木教授は「有利発行がおこなわれなかつたとすれば、それだけ会社財産は増えることになるが、額面超過額は当然資本準備金として計上されるから、その財産は配当利益を構成するものではない」という理由によつて「株主は株式数の増加による株式の値下りによる損害のほか、会社があうべかりし払込額を失つたことによつては、なんら損害をうけることはない」と主張されるが、この見解は利益配当の面に関しては正しいとしても、会社があうべかりし払込額を失つたことによつて株主が残余財産の分前に関し損害をうける点を見逃しており、不当であることは本

文所説にてらしてあきらかである。

- (14) 沢井助教も『株主以外ノ者ニ新株引受権ヲ与フルニハ』という明文は無視することができないとして八木教授の解釈は新法の理念とは逆である」と述べられている(沢井澄「第三者に対する新株引受権について」経済新法令昭和三年二月・三月号一七頁参照)。
- (15) 寛大説——鈴木・前掲二七—八頁。八木・前掲研究一五頁など通説。嚴格説——吉田昂・財政経済弘報五〇五号二頁、上田明高・法曹時報七卷七号二頁、田中誠二「最新会社法論上巻」四五—頁。なお、高島教授は嚴格説(高島・前掲一九—二〇頁)、富山教授は嚴格説に近い見解(富山・前掲一六—九頁)を採られているように思われる。
- (16) 阪埜・前掲五三頁。
- (17) 阪埜・前掲五二頁。
- (18) 富山・前掲講座一二六—九頁。
- (19) Gadow-Heinichen, a. a. O. § 154 Anm. 2.
- (20) RG 118, 71.
- (21) 新株引受権者が事実上株主であつても株主資格にもとつかないで与えられる場合は第三者の引受権たることを妨げない(津田・前掲二七頁、富山・前掲講座一二六—四頁)。

## むすび

以上で本稿の考察を終るが、ここで展開した考えを要約すれば次の通りである。

第一に、アメリカにおけるがごとく、取締役が直接株主に対して受託者的義務を負う法制の下では、株主の新株引受権の原則がはたしてきた株主保護の機能は、かかる取締役の受託者的義務の強調によつて補充しうるが、ドイツやわが国におけるがごとく、取締役が直接株主に対してかかる義務を負わない法制の下では、株主の新株引受権は株主保護のために原則的に承認されなければならない。

第二に、株主の新株引受権は株主の会社支配的利益と経済的利益(但し利益配当の面を除く)を保障する。そしてこの経済的利益の保障は、たとえ新株が不公正な価額によつて発行される場合でも、株主の新株引受権を認めさえすれば、崩れること

はない。

第三に、従つて、公正発行価額の原則は株主の新株引受権が否認された場合にこそ、強く働くことが要求される。

第四に、株主の新株引受権は取締役会の割当自由を制約するのに対して、第三者の新株引受権は割当自由の発現の一態様である。

第五に、商法が一方において株主の新株引受権を原則的に否認しておきながら、他方において第三者の新株引受権の付与について總會の特別決議あることを要求しているのは、第三者に対し不公正な発行価額を定めることによつてうける株主の不利益を防止する趣旨のものではなく、会社の支配系統の著しい変更によつてうける株主の不利益を防止する趣旨のものと解するのが妥当である。

第六に、商法が認める取締役会の決議のみによつて株主に付与される新株引受権の性質は第三者の新株引受権と解するのが妥当である。

新株引受権の法理を検討してえられた以上の結論は従来 of 通説的見解とはかなり異なるものである。それゆえに、細目の点については種々の難点があるかも知れないし、また、慮外の誤りをおかしているかも知れない。しかし、以上の考え方はすくなくとも基本的には比較法的にも是認されるだけでなく、理論的にも認められて良いのではないかと考える。ここで展開した考えを出発点として、今後、新株引受権に関する研究を進めて行きたいと思つている。

大方の御批判を頂ければ幸である。

(昭和三八・一〇・一稿)

付記 本研究は慶應義塾学事振興資金による研究の一部である。