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

Title	新株の公募と株主保護
Sub Title	The issues of new shares to the public and the protection of the shareholders
Author	高鳥, 正夫(Takatori, Masao)
Publisher	慶應義塾大学法学研究会
Publication year	1965
Jtitle	法學研究 : 法律・ 政治・ 社会 (Journal of law, politics, and sociology). Vol.38, No.3 (1965. 3) ,p.1- 31
JaLC DOI	
Abstract	
Notes	論説
Genre	Journal Article
URL	https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00224504-19650315-0001

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.

新株の公募と株主保護

高鳥正夫

一　新株公募の普及と問題点
二　新株公募の前提
三　新株公募の諸形態と株主保護
四　公募新株の直接募集における株主保護
五　公募新株の間接募集における株主保護　(1)公募の取扱、残株引受の場合
六　公募新株の間接募集における株主保護　(2)買取引受の場合

一　新株公募の普及と問題点

新株の公募という場合の公募という言葉は、がんらい法律上の用語ではなく実務上の用語であり、新株の発行に当つて何人にも新株引受権を与えず、不特定多数人のうちから株主を募集する方法である。そこで、たとえば会社の役員、従業員、取引先などの縁故者のみを対象とする場合には縁故募集と呼んでおり、実務上はこれを公募から区別するのが通常のようである。(1) 商法は新株発行については、法律または定款に別段の定がない場合には、会社は多数人のうちから株式の申込を受

け、競合する申込のうちから割当自由の原則に基いて割当をなし、新株の引受人を決定することを予定している。このように商法は公募をたてまえとしているにもかかわらず、取締役会に新株発行の権限が与えられた昭和二五年の改正以後においても、株主に新株引受権を与えて発行される新株の全部を割当て、しかもこれを額面額で発行するのが通常であつた。従つて右に述べたような意味での公募は、せいぜい株主割当の際の端株や失権株の処理のために行われたに過ぎなかつたが、昭和三一年以降この公募が次第に行われ、株式市場の活況を反映して、昭和三五、六年頃にはかなり盛んに行われるに至つた。[2] その原因としては、たとえば昭和三〇年七月の商法改正、[3] 小刻み無償交付の増加、[4] 昭和三六年一〇月の第二部市場の開設[5]など種々のものがあげられるであろう。この新株の公募が今後どの程度まで流行するかという点になると、それはもちろん株式市況と無関係ではありえないが、巨大な資本金と株式数とをもつ大会社が続々出現してきた現在においては、資本金と株式数とをラウンドナンバーにするためには、新株の発行に伴う端株の公募は避けられない。また、株式市況が不振のときは額面額による株主割当の方法に頼らざるをえないとしても、市況が上向けば当然に新株の時価発行の問題が論ぜられる[6]し、その場合には、株主割当については従来の慣行からこれを一気に時価発行へもつていくことはできないとしても、新株を公募しながらこれを時価発行するという方式の併用が検討されるであろう。

そこで本稿においては、新株の公募によつて株主の割合的地位が影響を受けることに注目し、株主地位に著しい影響を生ずる場合には、その公募自体について何らかの制限が認められないか、また株主としてはその割合的地位を維持するためにいかなる手段が許されるかを中心に検討しようとする。従つて、まず公募が一般的に株主地位にいかなる影響を及ぼすか、また、実際上公募に当つて採用されている諸形態において、株主地位の保障のためにいかなる配慮が必要であるかを順次に考察する。同時に公募が不公正な新株発行に該当する場合の株主の差止請求権の問題、公正な発行価額の決定とその維持のための問題点、更に取締役会がもついわゆる割当自由の原則の考え方などを検討する。なお、従来の公募のうちの大きな部

分が、証券業者が発行される新株の全部または一部を買取つて、これを一般投資者に売出す買取引受の形式で行われていながら、しかもこの買取引受の効力をめぐり訴訟が提起されている点、及びこれに関連する残株引受の問題などについても検討を加えたい。

(1) 証券取引法上の有価証券の「募集」とは「不特定且つ多数の者に対し均一の条件で、あらたに発行される有価証券の取得の申込を勧誘することをいう」(証取二Ⅲ)から、その点ではここにいわゆる公募と同意語のようにも見える。けれども、大蔵省の実務取扱上は株主割当も「募集」に該当するものと解されているから、その立場をとると、証券取引法上の「募集」はいわゆる公募よりも広い概念となる。なお、山一証券調査部「増資の実務」二七三、二七四、三一四頁など参照。

(2) 上場会社、店頭会社における昭和三〇年から三八年までの間の増資状況及びそのうちで公募が実施された状況は次のとおりである。山一証券調査部「増資形態の回顧と展望」商事法務研究二五三号八頁、三二二号九頁より引用。

(単位億円)

	増資実施会社数	有償払込額合計	公募実施会社数	有償払込額合計	株主払込金額	公募額面金額	プレミアム金額
昭和三〇年	一四三	六七二	三	二・六	一・八	〇・七	〇・〇五
昭和三一年	三六一	一、七九一	四五	二六四	二一三	三五	一六
昭和三二年	三五九	二、〇五一	四八	三五一	二九七	三五	一九
昭和三三年	一九六	一、七二七	三二	三八四	三三三	三二	一九
昭和三四年	二三四	一、七六三	六二	五二一	三七三	四七	一〇一
昭和三五年	四一四	三、四七三	一三一	一、三六〇	一、〇二五	一〇二	二三三
昭和三六年	六三五	六、七三七	二九二	三、六二一	二、七一七	二五五	六四九
昭和三七年	五九六	五、九八四	一八〇	七九三	五四〇	四五	一五〇
昭和三八年	五二七	四、〇三〇	一四〇	七一三	五九〇	三一	九一

（3）昭和三〇年七月の商法改正によつて、株主以外の者に新株引受権を与えて新株を割当てる手続が厳格になつたため（商二八〇ノ二II—IV新設）、それまで縁故募集で行われていたものの相当部分が公募に切替えられた。

（4）昭和二六年に株式会社の再評価積立金の資本組入に関する法律が制定され、再評価積立金の資本組入による無償交付が始まつた当時は、割当比率も大幅のものが多かつたが、昭和二八、九年頃には企業の金繰りの悪化から、配当代りに再評価積立金による無償交付を決算期に小幅に実施するという慣行が現われ、更に昭和二九年に制定された企業資本充実のための資産再評価等の特別措置法が、この小刻み無償交付を側面より促進したといわれる。このため会社の資本金や発行済株式数に端数がつくことが避けられず、これをラウンドナンバーにする目的で新株の公募が盛んに行われた。

（5）昭和三六年一〇月から東京証券取引所に第二部市場が開設されたが、その開設までに店頭売買承認銘柄になつていれば、第二部への上場が容易になるという事情があり、これが昭和三六年に公募実施会社を俄かに増加させた原因となつた。

（6）新株の時価発行が行われた場合の諸問題について論じたものは少なくないが、ここでは水田耕一「新株の発行と株主の権利」法律時報三三巻二号三六頁をあげておこう。

二　新株公募の前提

現行法はいわゆる授権資本制度を採用しているから、定款に定めた会社が発行する株式総数のうちに未発行部分があれば、原則として取締役会の決議によつて新株を発行することができる（商二八〇ノ二I）。取締役会はその場合自由に新株発行の時期、新株の数、発行価額などを決定できるし、またその割当権限に基いて自由に割当をなしうるから、発行される新株がいかなる条件で何人に割当てられるかによつて、旧株主の地位に何らかの影響が生ずることはいうまでもない。このように、新株発行によつて旧株主の議決権、財産的分前が低下するのを防止しようとすれば、株主に新株引受権を与えておけば足りることは説明を要しないであろう。けれどもここで問題にしているのは、株主に新株引受権が与えられていない場合に、いかにして株主はその地位を維持できるかという点である。そこでこのような場合に株主地位を擁護しようとすれば、第一に、新株発行に関する事項の決定を定款で総会に留保するという方法が考えられる（商二八〇ノ二I但書参照）。第二に、定款で定めた会

社の発行する株式総数の全部を発行して未発行部分を無くしておき、新株発行の必要に応じて、株主総会が定款変更の手続により、会社の発行する株式総数を増加するという方法がある。この第二の方法については、授権資本制度をとる現行法のもとでは許されないという立場も考えられるが、通説はこうした取扱ももちろん差支えないと解している。このように取締役会に新株発行の枠を与えない場合には、授権の枠を増加する株主総会自身が新株発行事項を決定することも多いであろうから、これらの二つの方法は実際上は密接に結びつくものといえよう。(1)

次に、右に述べたような特別な方法をとるのではなく、現行法が予定している授権資本制度をそのまま利用した場合、未発行部分は発行済株式数の四倍を超えることはできないという制限が(商一六六II・三四七)、株主の地位の保障にいかなる役割を果すかが問題となる。この制限は昭和二五年に授権資本制度を採用した際に設けられたもので、あまりに大きな授権の枠を取締役会に与えることは株主保護の点で望ましくないとされ、その際、昭和二三年の改正前商法が株金分割払込制度を採用し、その四分の一を第一回に払込ませ、四分の三を未払込にしていたことが(昭二三改正前商一七一参照)参考にされたと伝えられている。(2)けれども授権資本制度を採用ししかも株主に新株引受権が無い場合には、倍額以上の新株が発行されそれが旧株主以外の者に割当てられると、旧株主の議決権が一挙に圧倒される可能性を含むという点では、四倍という枠は株主地位の保障には危険な枠の大きさとも考えられる。もちろんこの枠の大きさは会社成立後は株主総会が決定するものと定められているから(商三四二)、四倍までの範囲で総会自身が自主的に決定できれば問題の大部分は解消するが、事実は必ずしも法律の期待どおりに動いていない　すなわち、昭和二五年の改正で授権の枠を四倍までとれるとなると、ほとんどすべての会社が限度いっぱいの枠をとり、また昭和三〇年の改正で株主の新株引受権に関する事項が定款の絶対的必要事項からはずされると(昭三〇改正前商一六六I5・三四七II参照)、こんどはこれを削除する会社が相次いだのである。このような事実を眺めると、もちろんその背後には第二次大戦後における旺盛な資金需要の問題があり、また、不適法な定款規定で裁判沙汰になるのを免れたいという実際的な顧慮が働い

たとしても、[3] なお株主総会が会社の将来を見通し実態に即した判断をなしてきたとはいい難い。

更にこの問題は公募新株の公正な発行価額という点にも関連する。すなわち、この四倍の枠を使つて取締役会が新株を発行するといつても、額面額による株主割当の場合はとにかく、ここで問題にしている公募という観点から眺めると、公募価額は公正なものであることを要するから（商二八〇ノ一〇・二八〇ノ二一）、仮りに公正な発行価額は旧株の市価若しくはそれに近いものとすれば、株式の市価をある程度高いところに維持しながら、公募だけで四倍の枠の全部を使いきるためには、何回もの新株発行を要することとなろう。その意味では、授権の枠を定める総会の特別決議には相当の費用を要するから、その招集はできるだけ少ない方がいいとか、与えられるものは大きければ大きい方が便利だという議論を別にすれば、新株の公募を行う場合に限らず、授権の枠は将来の資金需要を見通せる程度にとどめることが、株主保護の見地からも妥当のように思われる。それならば授権の枠は三倍ならいいか二倍ならということになるが、このように、枠の大きさ自体を制限することによつて株主の利益保護をはかることも一つの方法である。前述したように、たとえ株主総会の自主的な判断が十分に期待できないとしても、枠の増加が繰返されるにつれて、実際上、取締役会が資金需要をより慎重に考慮するであろうからである。更にこれを制限する方法としては授権の枠の使用について期限を設けることも考えられる。すなわち、ドイツ株式法の認可資本などにみられるように、[4] その授権は設立登記または定款変更のときから五年以内というような期限を設けることである。もちろんこれも五年ごとに四倍の枠をとつていたのでは変りはないが、ただそのような制限が設けられれば、取締役会が枠の増加を要求するに当つてより慎重になるであろう。あるいは更に進んで、昭和二三年の改正前商法が採用していた株金分割払込制度の復活も考えられるが、この制度については過去の経験が示すように未払込株金の徴収手続上の難点があり、新株発行による影響から株主地位を擁護するというだけの理由では、その採用にふみ切ることは難しいであろう。要するに、右に述べたように立法論を唱えれば別であるが、差当つては現行の授権資本制度を生しながら株主地位を擁護しよう

とすれば、株主総会が将来の資金需要を見通して適切な授権の枠を与えることを期待すると共に、その枠のなかで取締役会がいかなる条件で新株を発行するか、いいかえれば、取締役会が新株の公募に当つて株主の利益をどれだけ考慮するかという点に問題が帰着するようである。(5)

(1) 大規模の会社のうちでこれら二つの方法のいずれかを採用し、それによつて株主の地位を保障したという実例はほとんど見られない。鮫島真男「実用株式会社法」Ⅳ四頁。

(2) 鈴木竹雄・石井照久「改正株式会社法解説」三三頁、大隅健一郎・大森忠夫「逐条改正会社法解説」五四頁。

(3) 昭和二五年の改正で株主の新株引受権に関する事項は定款の絶対的必要事項とされたが、この点に関する各会社の定款の定め方のうちにはかなりあいまいな定め方もあつたため、その表現方法をめぐつて有効無効が問題となり、たとえば電気化学工業、三菱倉庫など諸会社の定款記載の効力が裁判上争われ、遂に昭和三〇年の改正ではこれを定款の絶対的必要事項から削除するに至つた。

(4) ドイツ株式法一六九条に規定される認可資本によれば、会社の設立登記後最長五年を期限とし、授権の時に存する資本の半額を限度として、取締役会が監査役会の同意のみで新株を発行しうるものとされている。なお、フランスにおいても授権した総会の日から五年以内に増資がなされなければならないし（Loi du 4 mars 1943, art. 6)、イタリヤにおいては一年以内とされている（Code civil, art. 2443, al. 1er et 2)。

(5) 本稿でとりあげている新株の公募と株主保護の問題は、会社の規模にかかわらず種々の形で生じてくるものであるが、ここでは相当規模の会社を対象として問題を検討している。従つてたとえば資本金が比較的小さくしかも発展途上にある会社では四倍の授権の枠もたちまち使い切つてしまうとか、小規模の会社では株主総会の特別決議にもそれほど費用を要しないとか、あるいは株金分割払込制度をとつても未払込金の徴収にそれほど困難を感じないということがあつても、本稿ではそれらについては深くは検討しないで先へ考察を進めていくこととする。

三　新株公募の諸形態と株主保護

新株公募の形態は直接募集と間接募集に区別するのが通例である。まず直接募集というのは、新株の発行会社がみずから公募手続を進めるもので、自己募集と呼ぶこともある。直接募集の方法は比較的小規模な会社の新株発行の際に利用されることがあるが、この場合にも株金の払込は銀行または信託会社になすほかはないから（商二八〇ノ一四・一七五Ⅰ・一七八など）、銀行または信託

会社がこれに協力することとなる。これに対して、間接募集は証券業者に委託して公募手続を進めるもので、引受募集と呼ぶこともある。この間接募集はその内容によつて公募の取扱、残株引受、買取引受の三つの種類に分けられる。まず公募の取扱とは発行会社が証券業者に募集を委託するだけで、申込期日がきてなお売残りがあるときは、その処理は発行会社が適宜にこれを行うものである。[1] 次に残株引受とは発行会社が証券業者に募集を委託すると共に、申込期日がきてもなお残株があるときは、証券業者がみずからこれを引受けることを約するものである。[2] 買取引受はこの残株引受の方法を徹底したもので、証券業者が発行される新株の全部または一部を自己名義で引受けるが、これと並行してその新株の売出を行つて、自己の引受価額と同一の価額で買受希望者に譲渡する。[3] このように発行される新株の全部または一部について、証券業者が一括して引受ける形式をとるのが買取引受の特色である。[4]

このように新株公募の形態は直接募集と間接募集すなわち公募の取扱、残株引受、買取引受とに区別されるが、それぞれの公募形態に応じた株主保護の問題は後述することとし、ここではまずそれらの各形態に共通な株主保護の問題を検討してみよう。既に述べてきたように、新株の公募は株主の地位に何らかの影響を及ぼすものであるから、新株発行がなされてしまつた後のみでなく、現にそれがなされている段階においても、新株発行が取締役会の不公正な取扱によつてなされないように、株主としては絶えずこれを監視することが必要である。そこで商法も一般原則による救済のほかに、不公正な新株発行に対する特別の救済手段を設けている。すなわち、会社が法令若しくは定款に違反しまたは著しく不公正な方法若しくは価額によつて株式を発行し、これによつて株主が不利益を受けるおそれのある場合には、その株主は会社に対しその発行を止むべきことを請求することができるとする（商二八〇ノ一〇）。[5] 更に、取締役と通じて著しく不公正な発行価額をもつて株式を引受けた者は、会社に対し公正な発行価額との差額に相当する金額の支払をなす義務を負うとし、この支払を求める訴についていわゆる代表訴訟に関する規定を準用している（商二八〇ノ一一）。このように商法は不公正な発行方法と不公正な発行価額との

二つの面から株主の保護を図つているが、この両者は全く別個のもので、一方が公正であるが他方は不公正という場合も容易に起りうることはいうまでもない。

まず公募された新株の差止原因のうち、会社が法令に違反して新株を発行した場合とは、たとえば取締役会の決議を経ないで代表取締役が新株発行をしたとき（商二八〇ノ二I参照）、株主以外の者に新株引受権を与えるに際し、株主総会の特別決議を経なかつたとき（商二八〇ノ二II参照）、現物出資があるにもかかわらず、株式申込証に記載しなかつたとき（商二八〇ノ六参照）などがこれに該当する。定款に違反して新株が発行される場合とは、たとえば定款に定めた会社が発行する株式の総数を超えて新株が発行され、その他定款に規定のない種類株式または定款が額面株式のみの発行を認めているときに無額面株式が発行され、または定款に定めた株主の引受権を無視して新株が公募された場合などである。著しく不公正な方法による新株の発行とは、たとえば株式の買占めによる会社乗取りが問題となつているときに、理事者側が自己の地位を擁護する目的で新株を発行し、または中小株主の引受権行使の機会を奪う意図をもつて、不当に大量な端株を生ずるような新株発行がなされる場合、不当な決算書類の総会通過を容易にする手段として新株を発行することなどがこれに該当する。これらの差止原因があり株主が不利益を受けるおそれがあるときは、その株主は新株発行の差止を請求できるのであつて、これによつて株主は新株発行から生ずる不利益から自己の地位を擁護しうることとなる。このうち現に問題となつているのは、前述した証券業者の買取引受は特に総会の特別決議を経ていないが、これが証券業者に引受権を付与する場合として、法令違反を理由に差止めうるかという点、及びこれに関連する残株引受の問題であることは後述する。

右に述べたところに比べて更に複雑なのは発行価額の問題である。すなわち取締役会が不公正な価額で新株を発行し、これによつて株主が不利益を受けるおそれがあるときは、株主は新株の発行を差止めうるわけであるが、公正な発行価額とは何か、いつを基準として公正であればいいかが問題となる。商法がこのように公正価額による発行を要請し、不公正な発行

価額による新株発行を差止めうるとした背後には、新株発行によつて引受人が株主になると、直ちに旧株主と同様な権利が認められるという株式会社の基本法理が横わつている。従つて、新株主が同様に議決権をもち財産的分前を主張しうるためには、新株の発行価額は旧株が会社財産に対して有する割合的地位に近い価額で定められなければならない。(6) けれども、旧株の割合的地位が現在どのくらいの価値があるかを正確に把握することは困難である。そこで公正な発行価額を定めるためには、一株あたりの純資産額、業界の見通し、一般市況などを考慮にいれて決定しなければならないし、株式に市価のあるものについてはこれを目安にすることも考えられる。(7) ただ市価を目安にしたとしても、市価と同額またはそれ以上ということはありえないし、実際上も公募新株の消化可能性を計算して、市価の一割安前後のところに発行価額が定められる場合が多いようである。もちろん市価のある株式の公募に当つては、このほかにも発行される新株の数、旧株数との比率、旧株の市価の高低などによつても発行価額決定の基準は異なるが、一応、新株の消化可能の最高限を公正な発行価額と考えて差支えない。(8)

ところがこれまで行われてきた公募株式の発行価額については、それが市価に比べて安過ぎるのではないかという疑問がいだかれている。従来わが国においては、新株の発行に際して時価より遥かに安い価額で縁故者に割当てる慣行があつたが、昭和三〇年の改正以後、縁故者割当にはそのつど総会の特別決議を要することとなつた。そのため昭和三〇年の改正以後は、従来の縁故者割当の相当部分が公募のうちにもぐりこみ、しかも従来の慣行を実質的に存続させるために、公募価額を市価よりも遥かに安く定めることが行われたが、このことが最初に述べた疑問をいだかせる一つの重要な理由であつたようである。(9) このような事情を考慮にいれると、前述したように公募価額は市価の一割安前後に定められることが多いといつても、それだからといつて、一割安前後に定められれば常に公正な発行価額であるという結論はでてこない。いいかえれば公募新株の公正発行価額の問題については、その公募が実質的な縁故募集ではないか、公募のうちに縁故募集がどの程度に

含まれているか、その公募がたとえば買取引受の場合には証券業者の手数料は適正かなどという点をも、併せて検討しなければならないのである。

次に、取締役会が新株発行に関する決議で新株の発行価額を決定してから、証券取引法に基く届出などを経ることを計算すると、申込締切期日若しくは払込期日までには二ヵ月前後の期間があるから、その間における市価の変動をどのように考慮するかが問題となる。この点、比較的小規模の会社の公募の場合には、その期間も短かく従つて市価にもそれほど変動はないが、大規模な会社の新株公募については市価の変動は常につきまとう問題である。[10] 取締役会としては、新株発行の決議で二ヵ月先の払込期日における株主の割合的地位を見通し、また発行される新株数を勘案して新株の発行価額を決定した以上、その後思わぬ市価の変動があり発行価額との間に開きができても、ある程度は止むをえないものと考える。法律も取締役会に対して不可能を強いることはできないからである。そこでこの点に注目して、いわゆる公正発行価額とは取締役会がどういう点を考慮に入れて決定したか、正直かつ公平な心境をもつて決定したか、いいかえれば、決議それ自体が公正に行われたか否かで判断さるべきであるという議論もでてくるわけである。[11] 公正な発行価額の決定がきわめて困難なことからいうと、右の議論も説得力あるもののようである。そして、このように取締役会が発行価額を公正に決定した以上、その後に市価が大幅に上昇したとしても、それだからといつて著しく不公正な発行価額を定めたものとはいいえず、従つて株主の差止の対象にはならないというのが通説である。

もちろん株式に市価がある場合には、その市価が公正発行価額を決定する一つの目安になるわけであるが、同時にそれは目安以上のものではないから、それが取締役会の決定後に急騰したとしても、それだけで発行価額が著しく不公正なものとなり差止の対象になるとは思わない。けれども問題は取締役会が果して正直かつ公平な心境をもつて新株発行を決議したかということのほかに、その後になお市価が上昇したのは何故かという市価上昇の意味若しくは原因の内容いかんである。た

とえば市価の上昇が取締役会の見逃した会社財産の実質的増加分によつて生じたものであることが容易に判明したとすれば、ほんらいそれらは旧株主に帰属すべきものであるから、そのような場合には、会社は原則として発行価額の変更をなすべきものと考える。[12] ただ実際には、会社がそれを変更する余裕のない場合が問題となる。もちろんその場合でも、発行される新株の全部が旧株主に平等に割当てられれば一応実害はないが、株主に新株引受権がなくそのような割当の保証がないとすれば、その場合の取締役の責任は別として、株主はその新株公募を差止めうると解すべきであろう。反対に、市価の値下りの場合にも発行価額の変更の問題が生ずるが、実際上、そこで発行価額を切下げてまで新株を発行しうるか否かは疑問であり、結局、払込期日に払込のなかつた分を切捨てるほかないであろう。

この点に関連して、新株公募の場合には商法のたてまえとする競争申込を利用すれば、このような株式市価の変動にも対応できるという見解がある。この見解は何も市価変動の際の処理のみを狙つているものではないが、申込人に発行価額とは別に引受価額を記載させ、その上で新株の申込をなさせれば、競争によつて公正な価額が形成されるし、また、この競争入札は既にわが国においても行われたことがあると指摘する。[13] この競争入札の方法は確かにいくつかの点で優れた結果をもたらすこととは思うが、同時にまた問題となる点も少なくない。たとえば、この競争入札を採用して専門家でない多数人に引受価額を決めさせるのと、発行会社または証券業者の責任において決めさせるのとを比較してみると、後者の方がより適切に発行価額が決定されるとし、また従来わが国において競争入札は行われたものの、第二次大戦後にほとんど行われないのは費用がかかるからだとの反対意見もある。[14] これらの反対意見の根拠は必ずしも競争入札論を否定しうるものとも思わないが、確かに大規模の公募における無制限の競争入札の場合を考えてみると、申込締切後払込期日までに相当の日数を要するであろうし、また現在のような申込証拠金制度を利用できるか否かの問題もあり、競争入札の採用についてはなお検討の余地があるように思う。

最後に新株の公募を行うに際して、申込締切期日までに申込のないいわゆる残株がでた場合、これをいかなる発行価額でどう処理するかという問題については、いわゆる発行条件均等の原則があるため（商二八〇ノ三）、株主の発行差止との関係で理論的にはやや複雑となる。いいかえればどうせ売れ残るぐらいの場合には、同一の発行価額で引受人を募集してみても、再び売れ残るおそれが十分あるからである。けれども新株の公募はだいたい証券業者に委託して行うから、その際の処理は実際上は簡単である。すなわち、間接募集のうちの残株引受と買取引受の場合には、結局、同一の発行価額で証券業者が引受けることとなるからである。従つて間接募集のうちの公募の取扱と証券業者に委託しない直接募集の場合だけが問題となるが、これらの場合にも満株引受を願う発行会社の工作によつて、たとえば縁故募集または親会社の援助などの方法で、同一価額でうまく処理されることが多いようである。ただそうだとしても、大量に新株の申込が不足した場合には、発行価額を変更した上で再募集ということになろうが、その場合には新たな取締役会の決議を要するほか、払込期日も改めて定めることとなるから、もはや発行条件均等の原則との関連を考慮する必要はない。(15)

(1) 証券取引法二条六項にいう「有価証券の発行に際し、発行者のために当該有価証券の募集」の取扱をするのがこれに該当する。

(2) 証券取引法二条六項にいう「有価証券の発行に際し、他に当該有価証券を取得する者がない場合にその残部を取得する契約」がこれに該当する。

(3) 証券取引法二条六項にいう「有価証券の発行に際し、これを売り出す目的を以て当該有価証券の発行者からその全部若しくは一部を取得する」のがこれに該当する。

(4) 買取引受を間接募集の一形態とすることには問題がある。すなわち引受証券業者と買受希望者との間の新株の売買について発行会社が直接関与しないという点では、発行会社が直接募集して証券業者に割当てたとみて、この形態を直接募集に入れることも可能だからである。けれども新株を引受けた証券業者がやがて投資大衆に売りに出すという点では、残株引受の一変形としてこれを間接募集の一形態にあげることも差支えないであろう。これに類似した問題について社債の募集形態特に総額引受をめぐつて既に論ぜられたことがある。西原寛一「社債募集の形態について」商事法研究二巻二二三頁、鴻常夫「社債法」法律学全集33一〇七、一〇八、一二三、一二四頁など参照。

(5) 株主が新株発行を差止めた事件は必ずしも多くないが、仮処分の申請を却下したものとしては東京地判昭和二七・九・一〇判例タイムズ二

三号三五頁、同昭和二八・二・二三下級民集四巻二五三頁、釧路地判昭和三八・二・二八商事法務研究二七三号一二頁などがあり、申請を認容したものとしては東京地判昭和三〇・五・九下級民集六巻九五〇頁、東京地決昭和三三・四・二八商事法務研究一七五号三六頁、東京地判昭和三四・八・二四商事法務研究一五四号二四頁などがある。

(6) 星野孝「新株の公正発行価額」企業会計五巻三号七七、七八頁、長浜洋一「新株発行価額の公正性」早稲田法学三八巻三・四号二一一、二一二頁、Ballantine, On Corporations. 1946, pp. 475 ff.

(7) 上場会社の新株の公正発行価額については東京地判昭和二八・二・二三前掲二五三頁、非公開会社の株式の実質価値については東京地判昭和三九・五・一五商事法務研究三二〇号一九頁などの判例が同様の趣旨を判示している。

なお、実務上の慣行としては上場株式については価額の決定の時期を買取引受のときは証券会社による売出開始の一週間ないし一〇日前におくと共に、権利落後、決定日前一ヵ月、同一週間の各平均価額を求め、その間の各最高、最低価額、その間の各一日出来高の平均、流通株数に対する募集株数のウェイト、配当差金その他の事情を考慮して発行価額を決定している場合が多く、非上場株式については、一株当りの純資産額、一株当りの純利益、一株当りの配当金をとり、これをそれぞれ純資産株価倍率、株価収益率、利廻りとして指数化したうえ、これらの各指数について同種同業規模の会社を選び、その株式時価ないし実際公募価額などによってその価額を求め、次に権利落、配当落などの事情を総合勘案して発行価額を決定している場合が多いとのことである。若林良一「有価証券届出手続の解説」八七、八八頁参照。

(8) アメリカにおける新株の公募価額も市価に比べて一割ないし二割安のところに定められるのが多いとのことである。山一証券調査部、前掲二八八、二八九頁、山崎輝彦「公募価格の決定方法について」商事法務研究二一五号五頁参照。

(9) 星野孝「買取引受の問題点と改善策としての入札公募」東京株式懇話会会報一三八号五頁。

(10) 新株発行に関する取締役会の決議から払込期日までどのぐらいの期間がかかるかは、それが株主割当を伴う公募であるかあるいは公募だけかによっても異なるし、募集券面額が五千万円以下の場合には証券取引法に基く有価証券募集届も不要であるから、より迅速に新株の公募手続を進めることができる。鈴木竹雄編「株式実務」新版（Ⅳ新株の発行）三四―三七頁参照。

(11) 星野、前掲企業会計七九頁、大浜信泉「不公正価額による新株の発行と取締役の責任」企業会計六巻一号五五頁、長浜、前掲一一六頁。

(12) 境一郎「発行条件均等の原則」商事法務研究七八号一八頁、吉田昴「新株発行」実務株式会社法六講八一、八二頁、飯島、前掲三二頁などにもほぼ同様な見解が述べられている。

(13) 水田、前掲三七、三八頁、同「公募方法の改善に関する一提案」商事法務研究一九五号三―五頁、ただし水田氏も現在のように発行価額と同額で引受を成立せしめることを違法視されるわけではない。

(14) 星野、前掲会報七、八頁。

(15) 上述した諸原因があれば株主は新株発行を差止めうるわけであるが、たとえば株主に差止の余裕を与えずに新株が発行されまたは株主がそ

れを見逃してしまつた場合、株主の利益を保護するためにはそれを理由として新株発行無効の訴を提起できるかが検討されなければならないが、この点に関しては別の機会に検討したい。

四　公募新株の直接募集における株主保護

新株の公募に当つて発行会社がみずから公募手続を進める方法を直接募集と呼ぶことは既に述べてきた。もちろん縁故募集ではなく広い範囲から新株を公募しようとするのであるから、その発行会社が相当の規模をもつことはいうまでもないが、証券業者の手を借りずに新株を直接募集できるのは、そのうちでは比較的小規模な会社である。これらの会社が直接募集するに当つては、まず申込に必要な書類を申込取扱銀行に備えおき、一般からの申込を受付けることとなる。ここに申込に必要な書類とは株式申込証（商二八〇ノ六）、株主票、目論見書（証取一三・一五Ⅱ）などである。これらの書類の記載事項が正確でなければならないことはいうまでもない（商二六六ノ三Ⅰ・四九〇Ⅰ・四九八Ⅰ9・10、証取一七）。そして取締役会決議で定められた申込締切期日までに申込まれた分について、会社が割当をなすことによつて新株の引受が成立するが、この場合、会社は自由に競合する申込に対して割当をすることができる。けれども申込締切期日までに申込まれた分を整理し、あるものに割当てあるものに割当てないと決定することは、申込がそれほど殺到しない場合にはそれほど困難ではないが、大規模な新株発行の場合には適当な方法でない。そこで多くの場合には、申込取扱銀行にそれぞれ割当株数の枠を定めておき、各銀行を通して申込順に割当て、満株に達すれば申込を打切るという取扱が行われている。反対に、申込締切期日までに予定した新株総数の引受がえられなかつたときは、そのまま打切つてもいいが（商二八〇ノ九）、多くの場合には取引銀行や親会社などに援助を求めて完了することとなろう[1]。

新株の直接募集はこのような段階を経て遂行されていくが、このうちの株主保護に関連するいくつかの問題点について

は、既にこれまでも触れてきた。従つてここで特に検討しようとするのは、取締役会のもついわゆる割当自由の原則についてである。すなわち取締役会はその申込が募集した株式総数に達するか否かを問わず、自由に特定の申込には割当て、特定の申込には割当てないことができるが、これがいわゆる割当自由の原則と呼ばれるものである。(2) けれども、取締役会のこの割当自由によつて、旧株主の有する割合的地位特に議決権に変動が生ずることがありうるが、いつたい、新株公募の際における割当自由はどのような広さをもつものであろうか。たとえば公募された新株の申込のうちに株主からの申込があつたときはこれを優先させないでいいか、公募新株の一部を役員、従業員、取引先などに割当てることができるか、更に特定の者に大量に割当てることはどうかなどが問題となる。

このうち株主に対する割当を優先させるべきかという問題は、発行される新株が株主以外の者に割当てられると、旧株主の割合的地位が必然的に低下するという観点から検討されなければならない。そして、この関係は株主が引受権を有すると否とにかかわらないから、たとえ株主に引受権が与えられていない場合でも、新株の割当に際しては、取締役会は株主の地位に不利益を与えないよう配慮する必要がある。いいかえれば、株主が公募新株を引受けようとするならば、これを排除する十分な理由がない限り、取締役会としてはまず株主に割当てるよう努力すべきものと考える。次に会社は公募新株の一部を役員、従業員、取引先などに割当てることができるか、更に進んで、特定の者に大量に割当てることはどうかが問題となる。がんらい取締役は善良な管理者の注意をもつてその職務に従事しなければならないから（商二五四Ⅲ、民六四四）、新株の割当に当つても会社に最も有利になる割当をなすべきであつて、そのためにいわゆる割当自由の原則が用意されているとみなければならない。従つて、たとえばその当時の増資環境のもとでは、払込金の迅速な確保という点で最も有利であるとすれば、公募新株を特定の者に割当てるのも差支えないし、そのような割当をしても、著しく不公正な方法による新株発行ということにはならない。

これに関連して厄介な問題が一つある。それは取締役会が会社の利益のために特定の者に大量に新株を割当てると、それによつて会社の資本系統に重要な変更を生ずるという場合、その割当は取締役会の権限のみでなしうるかという問題である。この点の解決のためには、現行法上、第三者に引受権を付与する場合に総会の特別決議が要求される根拠を調べなければならないが、この商法二八〇条ノ二第二項の根拠については説が分れている。まず、第三者に引受権を与えると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にも影響をきたすおそれがあるが、このような会社の資本系統の重要な変更は株主にとつて関心事であるから、それは取締役会の自由裁量には委せられないという理由によるものと解する立場がある。[3] これに対して、株主に新株引受権が付与されていない場合には、発行される新株は何人に割当てられても差支えないが、ただその者に対して有利な価額で割当てられると、株主の有していた財産的分前が脅かされるので、有利発行について株主総会の承認を求めるためであるとする見解がある。[4] 従つて、前者の立場をとると、割当自由の原則に基いて第三者に新株を大量に割当てる場合には、それが客観的に見て会社の利益のために認められるべきときでも、総会の特別決議を要するということになろうし、反対に後者の見解をとると、特に有利な価額で割当てるのでなければ、それも取締役会の割当権限内の問題であると解することとなろう。そこで、これらの立場のいずれに従うかということとなるが、後者の見解のように、有利な発行価額での割当を総会の決議事項としただけでも株主の不利益はある程度防止されるが、その程度では新株の割当から生ずる旧株主の不利益は十分に救済されないから、[5] 割当の結果、資本系統に重要な変更が生ずる場合には、株主総会の特別決議を要すると解する余地がある。[6][7]

要するに取締役会のもつ割当自由というものは、会社のために最も有利になるように割当をなせということであつて、取締役会が勝手気ままに新株の割当をなしうるということではなく、従つて理事者側が自己の地位を維持するに都合のいい割当が許されないことも当然である。この点について、現行法はいわゆる発行条件の均等を要求しているから（商二八〇ノ三本文）、既

に株式引受の前段階においても衡平の原則が働くのであり、その意味から取締役会は恣意的に割当てうるものではない。のみならず、現在においては株式申込証拠金の制度が行われているから、その点でも申込人の利益は考慮されなければならず、実際上は割当自由の原則は制限のある狭いものであるとの見解がある。[8] 右の二つの理由のうち前半の部分については疑問がある。すなわち発行条件均等の要請は、取締役会が勝手にある者にのみ有利な発行条件を定めてはならないというだけのことで、それ自体は会社側の割当自由までを拘束するものとは思わない。[9] むしろ注目すべきものは、申込証拠金制度との関連から割当自由の制限を説く後半の部分である。現在においては株主割当といわず公募といわず、大規模な新株発行に際してはほとんどすべて申込証拠金制度が採用され、証拠金をつけた申込に対して割当がなされ、満額になり次第締切られている実情である。この申込証拠金制度は払込期日における払込の確実性を担保するものであり、大量に殺到する申込を短期間に円滑に処理しうる方法であつて、現在のところ会社にとつて最良の方法であるとすれば、取締役会がこの方法を採用したためその割当権限を完全には行使しえないとしても、その限りでは止むをえないものと考える。[10]

（1）山一証券調査部、前掲三二五―三三三頁。

（2）東京控判昭和五・九・六新聞三一八七号一二頁、東京地判大正二・四・二九新聞八六八号一八頁参照。

（3）津田利治「新株引受権の正体」私法五号二六頁以下。津田教授のこの論文は昭和三〇年の改正前に執筆されたものであるが、第三者の新株引受権に関する事項を定款の相対的必要事項としていたのは（昭三〇改正前商一六六Ⅰ5・三四七Ⅱ）、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、新株の割当という形で取締役会によつて骨抜きにされることを防止するためであることを併せて指摘される。

（4）富山康吉「新株引受権」株式会社法講座四巻一二六七頁、同「第三者の新株引受権と有利発行」立命館法学四五号七八八頁、七九二頁、鈴木竹雄「改正法上の新株引受権」法学協会雑誌二七巻六号五八九、五九〇頁参照。

（5）津田「会社法の大意」下四一二頁。

（6）高鳥「新株引受権と有利発行」慶應義塾創立百年記念論文集一八〇頁の説明に対して本文のように補足する。

（7）阪埜助教授は立法論としては引受権の付与に関係なく、第三者に新株が大量に割当てられ資本系統に変更が生ずるときには何らかの制限を

設けるべきだとされるが、解釈論としては商法二八〇条ノ二第二項の文言上、資本系統に変更が生ずるときは常に総会の関与を要すると解するのは無理だろうとされる。阪埜光男「新株引受権法序説」二完、本誌三七巻三号三八頁。

(8) 服部栄三「支配の争奪と新株の発行」商事法務研究二八七号五頁。

(9) 松田二郎・鈴木忠一「条解株式会社法」下三四九頁、伊沢孝平「現行商法は如何に改正すべきか」企業会計六巻一一号一二五頁。

(10) 石井照久「註解株式会社法」第一巻設立三三〇頁。

五　公募新株の間接募集における株主保護　(1)公募の取扱、残株引受の場合

新株の間接募集のうちでも、公募の取扱は発行会社が証券業者に募集を委託するだけであるが、残株引受は募集の委託のほかに、売残りがあるときは証券業者がこれを引受けることを約するものである。従つて直接募集の場合と比較すると、公募の取扱にも残株引受にも証券業者が関与してくることが特色である。そこで公募の取扱の場合も残株引受の場合も、新株の申込に必要な書類を証券業者の取扱店に備えておき、一般からの申込を受付けることとなる。申込期間中に申込がなされるとこれに割当をなすこととなるが、多くの場合には、申込証拠金をつけた申込には申込順に従つて割当をなし、満株に達したときはこれを打切つていることは、直接募集について述べたところと同様である。従つてこの場合にも、各取扱店に割当株数の枠を定めておくこととなる。申込締切期日までに新株総数の引受がえられなかつたときの処理は、公募の取扱の場合と残株引受の場合とで異なつている。すなわち公募の取扱の場合には、発行会社は証券業者に単に募集の委託をするだけであるから、売残りがでたときは発行会社が適宜これを処理することとなる。そこでそのまま公募を打切つてもいいわけだが(商二八〇ノ九)、実際上は払込期日までに他に援助を求めて、予定新株の発行を完了することは自己募集の場合と同様である。これに対して残株引受の場合には、発行会社が証券業者に募集を委託するに当つて、申込締切期日になお売残りがあるときは、証券業者がみずから引受けることを約するものであるから、それに基いて証券業者が残株を引受けることとなる。

この残株引受の方法は、既に商法にも社債募集の場合の請負募集として採用されているものであるが（商三〇一Ⅱ15）、これに関連する問題を株主保護の角度から検討してみよう。まず申込締切期日に売残りがあつたときは、証券業者は当初の約束に基いて、株式申込証に所要事項を記載して残株の申込をなすこととなる。その場合の発行価額は既に申込のあつた新株と同一のものである。従つて発行会社の側からみると、取締役会の決定した発行価額では消化が不可能となつたときに、その発行価額で残り全部を引受けてもらえるという点では有利であるが、その反面、公募の取扱の場合よりも割高な引受手数料を証券業者に支払うこととなる。この関係では、発行会社の取締役会がいかなる増資環境において、いかなる内容の委託を証券業者になしたかが問題となるだけである。残株引受をなす証券業者から申込証拠金を徴収するか否かの点については、他の一般の申込の場合とは異なつて、申込証拠金を徴収しないのが通例のようである。(1) この点でいわゆる発行条件均等の要請（商二八〇ノ三本文）に違反するかが問題となるが、申込締切期日までに申込をすればいい一般投資者の場合と、申込締切期日後にその残株を引受けて直ちに払込をする証券業者の場合とでは、その間の事情はかなり異なつているから、両者の間にはこの程度の差異があつても、新株発行差止の対象にはならないものと考える。

なお、後述するように、最近の公募はほとんど買取引受の方法で行われてきたのに対し、昭和三七年暮から買取引受は証券業者に引受権を付与するものであり、それにもかかわらず、総会の特別決議を経ていない買取引受は商法違反であるとの判決が相次いでなされている。そのため、昭和三八年以降は問題のある買取引受の方法を止めて、残株引受の方法で新株公募を行うものが多くなつたが、この残株引受の方法についても証券業者に引受権を付与するものであるという議論が一部に行われたようである。その議論の中心は、誰も引受けなかつた残株を未発行株式に戻して打切増資を行うならば問題はないが、残株引受の場合には証券業者が残株を引取る義務を負つている。このようにあらかじめ残株を第三者に与えることを契約するという点で、残株引受の場合も買取引受と同様に、第三者への引受権の付与にならないかという疑問のようである。(2)

確かに買取引受と残株引受とを比較してみると、会社が発行を予定した新株の全部を証券業者を通して発行し、若し売残りがあれば証券業者が引受けるという点では、両者の実際上の狙いは同一である。その上、現行法上の引受権特に取締役会の付与する引受権なるものがきわめてあいまいな性格をもつているため、買取引受の場合の論法を残株引受にも利用しようとするものがでてくることも止むをえない。

そこで残株引受が引受権を付与するかどうかを検討する前に、引受権の付与が問題となるとすれば、それは発行される新株のどの部分についてであるかを考慮する必要がある。確かに実務参考書にあげられた残株引受契約の書式例をみると、それは公募の取扱の場合ときわめて類似しており、公募の取扱では発行会社が処理することになつている残株分を、証券業者に処理させるという点だけが異なつている。その意味では、残株引受で引受権の付与が問題になるとすれば、特にその残株についてであるとの見解の現われるのも理解できるが、(3) 実際に残株が出た場合に証券業者がこれを引受けるのは、契約によつて証券業者に引受義務があるからである。いいかえれば、仮りに残株について引受権があるといつても、引受権だけだとすればそれを進んで引受けることはないだろうから、証券業者が残株の引受をなした場合に、引受権を行使した結果それを引受けたと説明することは不必要である。もちろん、残株引受の方式で発行される新株のうちの一定数を、証券業者が自己の得意先その他の申込人に便宜を与えるために確保する場合、その確保の手段として残株引受の形式で証券業者がまず引受けるとすれば、そこに引受権の問題の発生する余地はあろう。けれども証券業者は手持株式の増加を好まないから、そのような便宜を欲する場合にも、残株引受の形式ではなく直接申込人に割当てるという形式で解決するように思われる。要するに残株引受と新株引受権との関係を検討する場合には、証券業者が一般投資者から申込を受けたその部分に注目することが重要であり、従つて、残株引受の方法で新株発行を取扱つたところ全株式を売切つたという場合にも、なお、引受権の付与が問題となるように思われる。

残株引受が何故に引受権付与の問題を生ずるかを検討する場合には、この方式によつて新株がどのように発行されていくかを眺める必要がある。まず、この方式で新株が発行される場合にも、その新株が直ちに市場に流出して株価を低落させることは望ましくないが、これを防止するためには安定株主に取得させるのが適当である。証券業者の立場からいつても、取扱株式数に応じて手数料をえられるわけであるから、比較的少数の得意先が引受けてくれればこれに越したことはない。従つて証券業者の勧誘によつて得意先との話合いがつけば、得意先がその新株の取得を期待することはもちろん、証券業者としてもその分について会社が必ず割当をしてくれることを予想するわけである。この関係は実際に公募が行われる場合にも同様であつて、一般投資者としては証券業者の取扱店で申込書類に証拠金をつけて申込めば、満株締切以前なら必ず割当を受けうることが期待されるし、実際上も、申込んだ株式の割当が会社によつて拒否されたということもない。このことは証券業者が募集してきた分については必ず割当をするという方針が会社側にあるからであるが、証券業者がこのような割当方針を前提として得意先を勧誘し、また一般投資者からの申込を取扱いうるという関係と、証券業者に引受権が認められそれに基いて行動するという関係とは、果してこれを区別できるであろうか。

更に残株引受の条件で新株の発行を委託された証券業者としては、取扱を委託された新株を扱つて、一株につき何円と約束された手数料をうることを期待している。その意味では発行会社と証券業者との間に、委託の実行に必要な新株の全部を証券業者に提供し、他の業者には取扱わせないという関係が認められるが、このような排他的な地位が与えられるということは、その証券業者に引受権が与えられた場合に近づいてくるようである。もちろんこのような見方に対しては反対論があり、そのような地位は発行会社と証券業者との間の残株引受契約から生じた地位であり、何もそれだからといつて引受権を与えられたことにはならないという批判も加えられるであろう。けれども、そのような契約上の地位を有するということと、証券業者が引受権を有することとは現行法上どの点で異なるだろうか。あるいは同様の関係を説明するために、証券業

者のそのような契約上の地位というものは、実は発行会社から引受権を付与されるのを前提として出てくるものといえるかも知れない。いずれにしてもこのような理由から、残株引受の場合にも発行会社の新株割当の自由は拘束されるという点で、後述する買取引受の場合とほぼ同様な関係が認められる。

そこで、残株引受も新株引受権を付与するものであるという結論に近づいたわけであるが、なお検討すべき若干の問題が残されている。それは証券業者に新株引受権が付与されるといつても、買取引受の場合と異なつて、残株引受の場合には証券業者は株式引受人とならないのが原則であるが、それでもなお証券業者に引受権が付与されるといいうるかという点である。確かにある人が新株引受権をもつということは、引受権の内容をどのように説明するかは別として、その人が引受権を行使すれば株式引受人となることを前提としている。従つてその前提をとれば、残株引受の場合の証券業者の地位は、実質的に引受権を行使した株式引受人と同視さるべきものであると説明するほかはないが、この関係は実は買取引受の場合にも問題となる。すなわち買取引受の場合にも、証券業者は公正な発行価額で引受けたものを同じ価額で一般応募者に譲渡する、より正確には一般応募者に払込ませた発行価額と同額の金額を自己の払込金に振替えるだけであつて、その点では引受人たる地位があるといつても形式的なものである。それにもかかわらず買取引受は証券業者に引受権を付与すると主張する側では、会社の新株割当の自由が拘束され、買取引受をなす証券業者に割当てざるをえないという点に注目するわけであつて、その立場からいえば、残株引受の場合に証券業者に形式的な引受人たる地位がないということは、それほど重要な意味をもたないのではなかろうか。

あるいはこの点について、残株引受の場合に証券業者が有する引受権というのは、自己に割当をなすべきことを請求する権利ではなく、発行される新株を他人たる申込をなした一般投資者に割当てるべきことを、会社に対して請求する権利を有することであるという方が適切かも知れない。ただそのように説明すると、それをも引受権と呼ぶことができるかが問題と

なるが、現行法上第三者に認められた引受権のうちには、たとえば引受権者に対する有利発行のように、従来の慣行に基いて与えられ、新株発行を容易ならしめるためのいわば技術的、便宜的な要請も含まれている。このような技術的、便宜的な要請は次第に立法によつて狭められてはきているが、まだそれが完全に排除されない以上、ある人に一定の地位を与えることが新株発行を容易にするならば、たとえばこの残株引受契約に基く証券業者の地位をも引受権と呼びうるのではないかとの疑問も生じてくる。そして仮りに引受権との間に若干の差異があつても、引受権と同様な拘束を生ずるこの地位の承認については、引受権付与の手続に関する規定を類推すべきもののように考える。(4)

(1) 山一証券調査部、前掲三三二頁。

(2) 山一証券調査部、前掲論文商事法務研究三二二号一一頁、玉利信吾「買取引受の東京・大阪両高裁の判決と実務について」財政経済弘報一〇五九号八頁。

(3) 残株引受で新株引受権が問題になるとすれば残株についてであるという見解を反映して、既に実務界の一部では、たとえ残株が出た場合にも引受権を付与したものとはいいえないような条項を、特に契約書に挿入したものもあるとのことである。

(4) 残株引受の場合には一般応募者が株式引受人となるから、新株引受権が付与されるのは証券業者ではなく申込をなした一般応募者であるという議論も考えられる。けれどもこれらの申込人と発行会社との間では、証券業者を通して申込をすれば割当を受けるというだけであつて、それ以上の関係は最初から存在していない。その点では、会社が一般投資者からの申込に先着順に割当てるという割当方針を定めて新株を発行した場合と異なるところはないが、そこに証券業者が介在してくると、既に述べてきた発行会社と証券業者との間の関係が前提となつて、右の割当方針以上のものがでてくるとみるべきであろう。なお、この点の詳細については高島「残株引受方式と新株引受権との関係」財政経済弘報一〇七六号一、二頁参照。

六　公募新株の間接募集における株主保護　(2)買取引受の場合

買取引受は発行会社が新株の発行に際し証券業者との間に、証券業者が発行される新株の全部または一部を自己名義で引受け、かつ、その株式を一定の条件で一般に売出すことを約するものである。そこで、まず引受証券業者が株式申込証によ

る新株の申込を行い、発行会社がこれに割当をなすこととなるが、株式申込証は引受証券業者の数だけすなわちせいぜい四社ぐらいに一枚ずつ用意すれば足りる。証券業者が買取引受をなす場合には申込証拠金を徴収しないようであるが、この場合には申込をなすのは証券業者だけであるから、残株引受の場合について述べたような問題は起らない。証券業者は一方で新株の買取引受をなすと同時に、その引受株式を一般に売出すこととなる。一般投資者に対する買受申込の勧誘その他の事務は、すべて引受証券業者の取扱店を通して行われるが、その売出が新株の払込期日前に行われる点に特色がある。そして実際上、その売出価額は証券業者の引受価額と同額とされる。買受希望者と引受証券業者との間は新株の売買であるから、目論見書の交付が義務づけられているほかは（証取五Ⅱ一）、通常の店頭銘柄の取引とほとんど変りはない。一般からの買受申込が満株に達すると申込を打切るが、反対に満株に達しないで申込の締切日を迎えると、その売残り分はそのまま証券業者の手持ちとなる。払込期日がくると引受証券業者は発行価額の全額を払込取扱銀行に払込み株主となる。なお、右の手持ち分については証券業者は払込期日以降、前述した売出価額にとらわれず適宜に売却していくこととなる。(1)

買取引受の方法による新株の公募は、だいたい右に述べたとおりの手続を経て行われるが、この方法によると新株の引受が確実に行われるほか、株券の早期発行が可能となるという特色がある。すなわち残株引受を初めとして他のいずれの方法をとっても、各取扱銀行または証券業者の取扱店で、申込締切期日までに申込まれた分を集計して引受人名簿を確定し、そこで初めて株券に株主氏名を印刷することとなるが、このため株券の発行までに相当の日数を要することとなる。これに対して買取引受の場合には、新株の引受人は一社または数社の証券業者に限られるから、あらかじめ各引受証券業者名義で、しかも取引単位ごとに分割した株券を作成することができる。また株券の交付についても、発行会社は証券業者に一括して交付すれば足りるし、証券業者もどの株券をどの応募者に手渡しても構わないから、各取扱店における交付事務も簡単になる。もつとも買取引受の場合にも、公募の取扱の場合より割高な手数料を支払うことは、(2) 残株引受の場合と同様である。こ

のような長所があるために、最近までに行われてきた新株の公募は、株主割当に伴う失権株の公募といいまた通常の公募といい、そのほとんどすべてが買取引受の方法によつて行われてきた。

買取引受の方法による新株公募の場合にも、その他の公募の諸形態におけると同様に、取締役会の決議のみで行われてきたが、最近において、この買取引受の方法は証券業者に新株引受権を与えたことにならないか、従つて商法二八〇条ノ二第二項による総会決議を要しないかという疑問が提出されてきた。[3] 仮りにそうだとすると、株主総会の特別決議を経ないでなした買取引受による新株の公募は、会社が法令に違反して新株を発行した場合となり、新株発行差止の問題を生ずることとなつてくる。もつともこの点については、差止のための要件としては、法令違反の新株発行があつたことのほかに、株主が不利益を受けるおそれあることが要求されるから（商二八〇ノ二〇）、仮りに買取引受による新株公募が法令違反であつたとしても、その発行価額が公正なものである以上株主には不利益がなく、従つて差止の対象にならない場合が多いという意見もある。[4] けれどもこの買取引受がほとんどすべての新株公募に利用され、しかも直接発行会社が割当をなすものでないことを考えると、証券業者の行う買取引受の影に隠れて実質上の縁故募集が行われ、あるいは親引きその他の不公正な処置が行われる危険もあり、発行差止の対象からはずれてしまうものとはいいえない。[5] 従つて買取引受は証券業者に新株引受権を付与するかという問題を明らかにすることは、新株発行と株主の利益保護の課題のためにも必要なことと考える。

最近の数年間においては、買取引受の法的性格をめぐる訴訟を中心に、この点に関する学説、判例が相次いで現われたが、まずそれらの議論を整理するため、買取引受は第三者に新株引受権を付与するものであるという引受付与説と、反対に新株引受権を付与するものではないという引受権無関係説とに区別して、それぞれの論拠を明らかにしてみよう。新株引受権付与説は東京高裁、大阪高裁を初めとして判例の支持するところであり、[6] また、基本的にはこの立場をとる学説も少なくない。[7] その理由は発行会社は買取引受契約によつて証券業者に対し新株引渡義務を負い、若し新株を引渡さなければ契約違

反となり損害賠償責任を負うこと、証券業者はその株式の売出義務を負うが、いつたんみずからが原始株主となつた上で応募者に株式を裏書譲渡するものであることなどからいうと、発行会社は証券業者に引受権を与えたというべきであり、このことは証券業者が新株を売出の目的で引受け売出義務を負うとしても変りはないというのである。この立場をとると、買取引受には総会の特別決議を要することになるはずである。けれどもこの点については、第三者に引受権を付与する場合でも、発行価額すなわちここでは買取価額が公正なものであれば、それによつて株主の利益が害されるおそれはなく、従つて総会の特別決議を要しないとするものもある。[8] この見解については更に後述する。

次に新株引受権無関係説はその着眼点によつて公募手段説と割当説とに区別される。まず公募手段説は買取引受をなす証券業者の一致して主張するものである。この説によると、買取引受はいわゆる請負募集の一種であり、株式引受人は実質的には証券業者ではなく買受希望の一般投資者で、証券業者は買受人のために自己の名をもつて株式を引受けたに過ぎず、そこに引受権付与の関係は存在の余地がないというのである。[9] これに対して割当説は、発行会社が売出義務ある証券業者に新株を割当てるのは、まさに割当自由の原則に基づくもので引受権によるものではないとする。そして通常は株式の申込後にこれを選択して割当てるのが割当自由であるが、新株発行の決議後、何人に引受けさせるのが適当であるかの判断ができる段階になれば、取締役会が適当と認めた者に新株の引受を求めて割当をするのも、割当自由ないし取締役の裁量権の範囲に属すると説明する。[10] いずれにしても新株引受権無関係説の立場からいえば、買取引受による新株公募のためには取締役会の決議があれば十分で、株主総会の特別決議は必要でないことになる。

買取引受における発行会社と証券業者との関係、従つて発行会社の株主総会が第三者に対する引受権付与としてこれに関与すべきか否かについては、右に述べたように判例、学説は分れているから、これらの検討から始めることとする。まず新株引受権無関係説のうちの公募手段説によると、買取引受をなす証券業者は発行会社の新株公募における一種のトンネルな

いし事務代行機関に過ぎないとし、問題を発行会社と証券業者からの譲受人との関係にひき直して理解しようとする。ただそう説明したのでは、買取引受は発行会社が証券業者に引受権を付与するものかという課題の解答はでてこない。のみならずこのような説明方法をとつても、既に証券業者からの買受がきまつた応募者としては、発行される新株を必ず取得できると考えるのが当然であり、従つてその場合には、その者に対する引受権付与の問題を回避できないこととなろう。(11) 次に割当説によると、発行会社が証券業者に割当てるのは割当自由の原則の結果であると説明する。たしかに割当説がいうように、新株の申込以前に適当な引受人を見つけて交渉することも、取締役会の権限に属するものと解される。けれども、その交渉の結果買取引受契約が成立した後は、その契約に基づく証券業者からの申込に対して、会社は必ず割当をなさなければならないという拘束が生じてくる。もつともこの点についても、買取引受契約そのもので株式の割当をしているとみれば、右の割当権限拘束の関係は否定されるが、その見解は形式的には株式の申込は株式申込証によつてなされるという規定（商二八〇ノ一四・一七五）に抵触するほか、後述するように、買取引受契約の内容は証券業者の新株売出義務に伴う発行会社側の割当義務を定めたとみるのが妥当であるという意味でも、同様に難点がある。

このほか証券業者に新株引受権が与えられた場合と、その証券業者が買取引受の当事者となつた場合を比較して、両者の相違といわれるものを検討しながら、これら二つの場合が果して区別できるかを考えてみよう。まず引受権者に対しては有利発行がなされるのが通常であるのに、買取引受の場合には時価に近い価額で発行されているではないかという点である。けれども、新株引受権と有利な発行価額とは直接の関係がないことは既に理論的には承認されているし、また、公正な価額による発行の場合にも引受権の付与が別に問題となりうるから、これが両者の区別になるとは思わない。次に買取引受の場合には証券業者に株式の引受義務もあるが、この点で引受の権利しかない引受権の場合とは異なるのではないかという疑問もある。けれども新株引受権であるということと、そこに引受の義務が伴うということとは矛盾しないという点は、既に判

例、学説の指摘するところである。[12] 更に買取引受の場合には、引受をなした証券業者は払込期日前にこれを買受応募者に譲渡することを約しているから、この点で新株引受権とは質的に異なるという意見もある。けれども買取引受に見られるような条項が引受権に附着したとしても、それだからといつて引受権の性質が失われるとは思わない。

このように理解してくると、買取引受の場合と新株引受権の場合とがますます類似してきて、両者を明確に区別することが困難となる。けれども発行会社と証券業者の立場からすれば、これまで問題がないとされた残株引受の方法と実質的には変らないが、より便宜の多い買取引受の方法を選んだというだけで、それが第三者に引受権を与えたものとして厳重な手続を要求されるのは（商二八〇ノ二Ⅱ—Ⅳ）、全くやり切れないという感じを免れないであろう。確かに証券業者に新株引受権が付与されるということと、証券業者が買取引受をなすということとは、ほんらい質的にも区別されるものであるが、商法が新株引受権の実体を適切に把握しなかつたため、現行法上は両者の間に区別を見出すことが困難となつてきている。すなわち現行法によれば、取締役会もその決議で新株引受権を付与しうるものとされているが、我々の理解するところによれば、割当権限をもつ取締役会自体が付与するものは、その名称のいかんを問わず引受権の実体をもつものとはいい難い。[13] もちろん株主の新株引受権と第三者の引受権とでは、取締役会の割当権限を拘束する理由ないし拘束の仕方が異なるとしても、取締役会の与えるものも引受権は引受権に違いないとした立法の拙さが、買取引受の性格を明らかにしようとする場合には、事態を不必要な混乱に陥れていることを見逃すことはできない。

買取引受が第三者たる証券業者に引受権を付与するものだとすれば、商法二八〇条ノ二第二項による総会の特別決議を要することとなるが、この点についても、買取引受が第三者に引受権を付与するものだとしても、それによつて直ちに総会の特別決議を要するというのは早計であるという見解のあることは前述した。この見解によると、株主の引受権が法定されていない現行法のもとでは、発行される新株が何人に割当てられようと、それが引受権として与えられると否とにかかわら

ず、それはもはや株主には関係がない。ただ総会の特別決議を必要としたのは、引受権者に対する有利発行の許容という点で株主の利益が害されるおそれがあるためであり、従つて発行価額が公正な買取引受の場合には、商法二八〇条ノ二第二項の手続は不要であるというのである。確かに現行法のように、株主の新株引受権を法定せずしかも取締役会の与えるものも引受権であるとした場合には、第三者の引受権についても有利発行の問題に関心が移つていくことは止むをえない。けれどもそれだからといつて、株主に引受権がない以上、取締役会は何人にどれだけ新株を割当ててもいいし、また、その割当について株主は一切口を出せないという説明も行き過ぎである。また、株主に引受権が無いということから、当然に株主は第三者に引受権が付与されるのを認容しなければならないという結論はでてこない。[14] 取締役会としては新株の割当についても、常に出資者たる株主の利益を顧慮すべきことは前述したとおりである。従つて商法二八〇条ノ二第二項の規定は単に発行価額の点で定められたものではなく、第三者に引受権を付与すると株主が新株の発行を受けえなくなり、将来の議決権の割合ひいては会社支配の根本形態にも影響を及ぼすおそれがあるために、その点で株主総会の関与を要するものとされたと解すべきである。[15] その意味では発行価額すなわち買取価額が公正でさえあれば、買取引受の場合にも総会の特別決議を要しないという見解には従うことができない。

（1）山一証券調査部、前掲二七六、二七七、三三二―三三四頁。

（2）新株の公募について競争による公正価額の形成を主張される水田氏は、引受証券業者の手数料が必ずしも売残りの危険のないものについて相当高額である点を指摘され、むしろ競争によつて引受価額を高めその高くなつた分を会社に入れる工夫をすると同時に、その努力をした証券業者に多く入つた分に応じて発行会社が手数料を支払うとすれば、一層合理的であるとされる。水田、前掲法律時報三八頁、同、前掲商事法務研究三、四頁。

（3）この点をめぐつて昭和三六年以降中島徹氏によつて東京芝浦電気、大成建設、信越化学、汽車製造、横河電機、久保田鉄工、積水化学の各社を相手とする新株発行無効の訴が提起された。

（4）鈴木竹雄「買取引受と商法第二八〇条の二第二項」商事法務研究二六八号三、四頁、大隅健一郎「東京地裁の判決と買取引受」商事法務研

究二七一号四頁。

(5) 田中誠二「新株発行の場合の買取引受と第三者に新株引受権を与える手続の要否」青山法学論集五巻四号一九〇頁、三戸岡道夫「新株の公募」ジュリスト一八八号四二頁、なお商事法務研究一四七号一五頁参照。

(6) 東京高判昭和三九・五・六商事法務研究三一五号一四頁、大阪高判昭和三九・六・一一商事法務研究三一八号一四頁、横浜地判昭和三七・一二・一七下級民集一三巻二四七三頁、東京地裁八王子支判昭和三八・八・三〇判例時報三五〇号三五頁など。

(7) 鈴木、前掲商事法務研究二、三頁、服部「買取引受と新株発行の効力」判例評論五六号三頁、米津昭子「買取引受は第三者割当になるか」財政経済弘報九七九号五頁、山村忠平「買取引受と新株引受権」産業経理二三巻七号二九、三〇頁、田中誠、前掲一八六、一八七頁、高鳥「買取引受には総会の特別決議を要するか」財政経済弘報一〇四九号一頁など。

(8) 鈴木、前掲商事法務研究三、四頁、鮫島、前掲三九頁、なお大隅、前掲四頁、水田耕一「新株の買取引受とその適法性の限界」金融法務事情三二九号三四頁、八王子支判、前掲判例時報三七、三八頁も商法二八〇条ノ二第二項の解釈については同意見である。

(9) 吉田「株式買取引受と新株引受権との関係」法律時報三五巻二号六九頁、竹内敏夫「新株引受権の最近の諸問題」産業経理二三巻一号三三頁、長谷部茂吉「いわゆる買取引受による新株発行の効力」裁判会社法一三七頁。なお星川長七「第三者に対する新株引受権の付与」株式会社法の論理と課題一七三―一七六頁もこの立場に近いものと解される。

(10) 大隅、前掲三、四頁、鈴木編、前掲株式実務一七頁、矢沢ほか五氏「公募の新形態および買取引受契約について」商事法務研究二一八号七頁など。なお水田、前掲金融法務事情三四頁参照。

(11) 鈴木、前掲商事法務研究三頁。ドイツにおいては会社と株主との中間に銀行が介入し、銀行は会社との契約で新株の全部を引受けこれを株主に提供する義務を負う。そして、この場合には株主は間接の新株引受権を有するものと解されているが、この関係が株主の新株引受権を排除する意味を有するか否かについては争いがある。ドイツ株式法改正政府草案一七四条五項及びそれに対する理由書参照。

(12) 横浜地判、前掲下級民集二四七八頁、八王子支判、前掲判例時報三七頁、鈴木、前掲商事法務研究三頁、服部、前掲判例評論三頁、田中誠、前掲一八七頁など。

(13) 高鳥、前掲慶應義塾創立記念一七四頁以下、津田、前掲下四一一、四一二頁。

(14) 服部、前掲判例評論三頁。

(15) 田中誠二教授は商法二八〇ノ二第二項の立法趣旨は会社の利益の保護をはかると共に、むしろそれ以上に直接に従来の株主の利益の保護を目的としているのであり、この株主の利益保護のうちには議決権のような参与権及び少数株主権のような救済権をも含める必要のあることを力説される。田中誠、前掲一八八頁。