

Title	改正商法のもとにおける第三者の新株引受権
Sub Title	The Pre-emptive Right of Non-stockholders under the Amended Commercial Code of Japan
Author	竹中, 正明(Takenaka, Masaaki)
Publisher	慶應義塾大学法学研究会
Publication year	1967
Jtitle	法學研究：法律・政治・社会 (Journal of law, politics, and sociology). Vol.40, No.6 (1967. 6) ,p.22- 53
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=AN00224504-19670615-0022">https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00224504-19670615-0022</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.

## 改正商法のもとにおける

### 第三者の新株引受権

竹 中 正 明

はしがき

#### 一、商法規定の変遷

- (1) 昭和一三年改正法
- (2) 昭和二五年改正法
- (3) 昭和三〇年改正法

#### 二、改正法のもとにおける第三者の新株引受権

- (1) 昭和四一年改正法の内容
- (2) 改正法のもとにおける第三者の新株引受権
- (3) 第三者の新株引受権に関する課税

#### 三、第三者の新株引受権の展開

- (1) 従業員持株制度への適用
- (2) 新株引受権付社債の可能性

## は し が き

改正商法（昭和四一年法律第八二号）は、株主以外の者（第三者）に対する新株発行手続につき、「株主以外の者に対し特に有利な発行価格を定めて新株を発行する場合には、株主総会の特別決議を要する（改正要綱第五）」こととし、第二八〇条ノ二第二項を、従来の第三者に対する新株引受権付与の制限規定から、第三者に対する有利価額発行の制限規定に改めた。

この改正の狙いが公募株の買取引受に関する旧法の解釈上の疑義の解消にあつたことはいうまでもないが、<sup>(1)</sup>その結果として第三者に対する新株の発行においては、新株引受権付与の有無は問題外となり、専ら発行価格のみがクローズ・アップされ、第三者の新株引受権の意義が薄れたことは否定できない。<sup>(2)</sup>

しかし他方、第三者への新株引受権付与が規制を外された結果として、企業金融ないし企業経営の面において、新たな役割を担う可能性も出て来たように思われる。

改正商法のもとにおいて、第三者の新株引受権はどのような内容のものとして把えられ、またどのように位置付けられるべきであろうか。以下このような観点から若干検討を加えてみたい。

- (1) 後述のように本条の改正は買取引受に関する経済界からの改正要望を採り上げたものである。本稿一、(3)昭和三〇年改正法の項参照。
- (2) 田代有嗣「改正商法手続の解説(90)」（財政経済弘報一一八二二号）六頁。改正後の第三者に対する新株発行に関する公告例をみると、「新株を〇〇に割当てる」とか「新株を〇〇に割当て募集する」などの表現をとるものも多く、新株引受権はそれ程重視されていないようにみえる（詳細については拙稿「改正商法施行後における新株発行（増資）の態様と特徴」商事法務研究三九七号を参照されたい）。

## 一、商法規定の変遷

改正法上の第三者の新株引受権を正しく理解するためには、第三者の新株引受権に関する立法の沿革を振り返つてみる必要がある。

### (1) 昭和一三年改正法

新株引受権に関する規定がわが国商法の上に始めて登場したのは、昭和一三年の改正法からである。

関係条文を抜萃すれば次の通りである。

第三四八条 左ノ事項ハ定款ニ定ナキト雖モ資本増加ノ決議ニ於テ之ヲ定ムルコトヲ得

#### (一―三略)

四 新株ノ引受権ヲ与フベキ者及其ノ権利ノ内容

第三四九条 会社ガ特定ノ者ニ対シ其ノ資本ヲ増加スル場合ニ於テ新株ノ引受権ヲ与フベキコトヲ約スルニハ第三百四十三条ニ定ムル決議ニ依ルコトヲ要ス

もつとも改正前においても、定款または増資決議をもつて株主または第三者に新株引受権を付与することが理論上認められていたから、改正法第三四八条はこれを法定したにすぎず、実質的に新設されたのは第三四九条のみであるとの見方もある。<sup>(2)</sup>

このように一三年法では単に新株引受権とのみ定め、付与の相手方を限定していないから、右規定は株主たると第三者たるとを問わず適用されることになるが、これは次の三つの形に分けられる。<sup>(3)</sup>

(1) 定款で予め規定しておく。

(2) 増資決議で増資毎に付与する。

(3)株主総会の特別決議を以て、将来の増資の際の新株引受権を予め与えておく。

新株引受権の付与は必然的に有利価額発行(時価以下発行)につながりがちであり、株主の財産的利益を侵害するばかりでなく、会社の支配関係などにも変更を来たす恐れがあるため、その付与を取締役の専権に委ねることは適当でないというのが、改正の理由とされている。<sup>(4)</sup>

たまたま当時は同様の理由から株主の新株引受権の排除につき嚴重な制約を課するという方向の商法改正が、ポーランド(一九二八年)、ユーゴスラビア(一九三二年)、フランス(一九三五年)、ドイツ(一九三七年)と相次いで行なわれていたので、<sup>(5)</sup>わが国の改正(一九三八年)もこれらの動きに刺戟されたであろうことは想像に難くない。

事実当時は、株式の所有も今日程分散しておらず、また増資は株主総会の権限事項であつたから(三四二―三四八)、第三者の新株引受権は、理論上はともかく実際上はさしたる問題とはならなかつたようである。<sup>(6)</sup>第三四九条に定める将来の新株引受権付与の方法も、第三者に対してというよりはむしろ株主に対する新株引受権保証の手段として用いられていたのである。<sup>(7)</sup>

したがつて、第三者割当が大きな意味を持つようになったのは、株式の民主化が進んだ第二次大戦以後のことであり、戦後の主要な改正には第三者の新株引受権に関するものが少なくないのである。

## (2)昭和二五年改正法

第二次大戦後初の改正は昭和二五年である。この改正では英米法にならつて授權資本制度が導入され、新株発行は取締役会の権限に移されることとなつたが、これに伴ない株主の新株引受権が重要性を持つこととなり、その有無ないし制限が定款の絶対的記載事項として要求されることとなつた(一六六一)。そしてこれとらほらの関係において、第三者についても定款の規定により新株引受権の付与が認められることとなつたのである(一六六一五)。しかして同種の制限が授權資本(全

社が発行する株式の総数)の拡大の際にも加えられることとなつた(三四七II)。

関係条文を抜萃すれば次の通りである。

第一六六条 発起人ハ定款ヲ作り之ニ左ノ事項ヲ記載シテ署名スルコトヲ要ス

(一―四略)

五 会社ノ設立ノトキニ定メラレタル会社ガ発行スル株式ノ総数ニ付株主ニ対スル新株引受権ノ有無又ハ制限ニ関スル事項若シ特定ノ第三者ニ之ヲ与フルコトヲ定メタルトキハ之ニ関スル事項

第三四七条 ②会社ハ発行スル株式ノ総数ヲ増加スル場合ニ於テハ増加スベキ株式ニ付定款ヲ以テ株主ニ対シ新株ノ引受権ヲ与へ、制限シ又ハ排除スル旨若シ特定ノ第三者ニ対シ之ヲ与フルトキハソノ旨ヲ定ムルコトヲ要ス

昭和二五年法において第三者の新株引受権が定款の記載事項とされたのは、第三者への引受権付与により株主の権利が制限され、従来の株主の支配権に重大な変更を及ぼすのみならず、経済的利益を害する恐れがあり、そして後者がより一層重大でもあつたからである。すなわち昭和二五年法は新株引受権者に対する新株の発行価額につき、有利な価額による発行を認めたが(二八〇ノ三但)、これは引受権者が株主たると第三者たるとを問わず適用されるので、取締役が任意に新株引受権を付与し得ることとしては問題だからである。<sup>(9)</sup>

もとより株主の利益保護に徹する立場に立てば、第三者の新株引受権は法律上全く否認するのが妥当ともいえよう。しかし特に第三者に新株引受権を与えて有利に新株を割り当てるのが、会社にとつて必要ないし有利な場合もあることを考慮し、両者の折衷ともいふべき立場をとつたのが二五年法なのである。<sup>(9)</sup>

なお手続的な面につき一言すれば、第三者への新株引受権付与は、定款に規定するのみでは当然に効力を生ぜず、会社との間に新株引受権付与に関する契約がなされることが必要である。これは定款が社団としての株式会社の構成員のみを拘束するものであり、社団外の第三者に効力を及ぼし得ないからに他ならない。なお、新株引受権付与後の手続——失権予告、

申込期日等（二八〇ノ五）——は株主の場合と同様である。

ところで改正後の実情をみると、株主の立場を尊重する姿勢をとりつつも、他方において資金調達機の機動性を確保すべく、一応定款で株主の新株引受権を認めながら、その一部を排除できるものとして第三者割当の余地を残しておくといった定款表示をとる会社が、大半を占めることとなつた。<sup>(10)</sup> しかもこのような表現については法務省（当時法務府）が通達（昭二六民事甲一四三五号）をもつて有効と明示していたことが、一層その普及を促したともみられている。<sup>(11)</sup>

ところが、このような「一部」という表現は具体的基準がなく、極言すれば「全部でない限り一部」ともみることができ、新株のうち一株でも株主に割り当てれば残りは何万株あろうと第三者に割り当てることができるという解釈も成り立ち得るから、株主の新株引受権排除規定として不適当であり、商法違反であるとの訴が提起されたのである。しかもその結果、これを肯定する判決が出たため（昭三〇・二・二七東京地裁判決）、大部分の会社の定款が商法違反の疑を持たれるに至つた。

かくて経済団体連合会（経団連）を中心に経済界より改正運動が起り、昭和三〇年の改正が実現をみたのである。<sup>(12)</sup>

(3) 昭和三〇年改正法

昭和二五年法上の第三者の新株引受権をめぐる訴訟問題が発生したのは、定款規定の表現についてであつたが、いわば予測困難な将来の事柄につき規定を要請するという立法上の無理がその一因ともいえないことに鑑み、<sup>(13)</sup> 三〇年法では定款の記載事項から外し、<sup>(14)</sup> 具体的必要が生じた場合にその都度株主総会の特別決議を経ることに改められた。この場合、取締役会は株主総会の決議に基づいてのみ第三者に新株引受権を付与することができる。

関係条文は次の通りである。

第二八〇条ノ二 ②株主以外ノ者ニ新株ノ引受権ヲ与フルニハ定款ニ之ニ関スル定アルトキト雖モ与フルコトヲ得ベキ引受権ノ目的タル

株式ノ額面無額面ノ別、種類、数及最低発行価額ニ付第三百四十三条ニ定ムル決議アルコトヲ要ス此ノ場合ニ於テハ取締役ハ株主總會ニ於テ株主以外ノ者ニ新株ノ引受権ヲ与フルコトヲ必要トスル理由ヲ開示スルコトヲ要ス

③前項ノ場合ニ於ケル議案ノ要領ハ第二百三十二条ニ定ムル通知及公告ニ之ヲ記載スルコトヲ要ス

④第二項ノ決議ハ決議後最初ニ発行スル新株ニシテ其ノ日ヨリ六月内ニ払込ヲ為スベキモノニ付テノミ其ノ効力ヲ有ス

右の規定によれば、第三者に新株引受権を与えるには、まず第一に株主總會の特別決議をもつて新株引受権の対象となる新株の額面、無額面の別、種類、数および最低発行価額を決めなければならない。このように第三者に対する新株の最低発行価額が決議事項とされたのは、取締役会が有利価額発行（二八〇ノ三但）を濫用して株主の経済的利益を害する恐れがあるため、その限度につき予め株主の承認を得ておく必要があるからに他ならない。かくて昭和三〇年法のもとでは、有利価額発行は第三者の新株引受権の当然の内容をなすに至つたのである。<sup>(15)</sup>

次に右の決議に際し取締役は、第三者に新株引受権を与えることを必要とする理由を、株主總會の席上で開示しなければならぬ。周知のように、ここで開示すべき理由については、

(イ)資金調達のために客観的にみて必要性が認められるものでなければならぬとする説（厳格説）と、

(ロ)株主總會の決議のための判断資料となりうる理由が開示されれば足りるとする説（寛大説）と、

とが対立していた。<sup>(16)</sup>

しかし、開示すべき内容は、単に第三者に引受権を与える必要性というに止まらず、有利な発行条件でこれを与えることの必要性に他ならないから、<sup>(17)</sup>仮に客観的合理性をどこまでも要求する趣旨と解すれば、実際問題としてその立証は極めて困難といわざるを得まい。しかも右規定からも明らかなように、引受権を与えるか否かは株主總會で決するのであるから、単に判断材料が提供されれば足りるのであつて、寛大説に従うべきである。

最後に、この決議の効力は、決議後最初に発行される新株で、決議の日から六月内に払込を為すべきものについてしか及ばない。

このように第三者の新株引受権に関する規制は、それが第三者に対する有利な価額による新株発行と結びつき、株主の利益を害する恐れがあるため、その濫用を防止するという方向で漸次強化されて来たのであるが、三〇年法でも条文上は必ずしもその趣旨が明確でない点に問題を包蔵していたのである。すなわち、有利な発行価額は条文上必ずしも新株引受権の当然の内容とは読めないため、<sup>(19)</sup>新株を優先的に特定の者に割り当てれば、発行価額のいかに拘らず第三者への新株引受権付与として商法の規制が及ぶと解される余地が残されていたからである。今回の改正の契機となつた公募株のいわゆる買取引受をめぐる訴訟は、まさにこの点に起因するものに他ならない。

周知のように公募株を証券会社（アンダーライター）を通じて発行する方法には、<sup>(20)</sup>残株引受（証券会社が募集事務を代行し、未引受株を引き取る責任を負うもの——証取法二七）と買取引受（証券会社が発行会社より全株を一括引き受け、しかる後分売するもの——証取法二七）の二形態があるが、後者については公募株の全株を証券会社が自己の名において申込み、これを実質的な意味において公募株の引受人となるべき一般投資家に分譲するという形がとられる。そこで、証券会社が自己の名において全株を第一次的に取得する（原始株主となる）という形式的側面を抱えて、これは第三者（証券会社）に対する新株引受権の付与であり、商法に基づき株主総会の特別決議を経るべきものであるから、その承認なしに行なわれた買取引受による公募は商法違反であり、当該新株発行は無効であるとの訴訟が提起されたのである。<sup>(21)</sup>

しかも一部の裁判所は、この主張を傍論において認めたため（ただし引受権付与手続が違法でも、発行された新株は取引の安全保障の見地から無効とはならないとされたので原告は敗訴した）、<sup>(22)</sup>爾後買取引受による公募には発行差止の可能性が生じ、実務上の大問題に発展した（昭三七・一二・一七横浜地裁判決、昭三八・八・三〇東京地裁八王寺支部判決、昭三九・五・六東京高裁判決、

昭三九・六・一一大阪高裁判決。

当時、右の判決に対しては、次の二つの立場から反論がなされた。

その一つは買取引受の実態認識に立つもので、証券会社の新株全部の取得は事務処理上の便宜的手段であり、自ら新株の割当を受けて株主となることを目的とするものではなく、このような場合は新株引受権の付与には該当しないという見解である。<sup>(23)</sup>

また今一つの反論は、三〇年法二八〇条ノ二第二項の立法理由に立脚するもので、この規定は第三者に対し新株引受権を付与する場合、二八〇条ノ三但書に基づき有利な価額で新株が発行されることにより、株主が不利益を受けることを防止するためのものであるから、発行価額が公正な限り適用はないというものである。<sup>(24)</sup>

一方、経済界は判決の影響を重くみて、昭和三八年一月、経団連では買取引受は公募の一形態であり、これにつき株主総会の特別決議を要求することは新株発行の機動性を害し、授權資本制度の趣旨に反するとして、買取引受については特別決議を必要としないこととされたい旨の要望を提出したが、<sup>(25)</sup>同月東京商工会議所からは、公正価額による新株発行につき特別決議を必要とする理由はないので、商法二八〇条ノ二第二項は株主以外の者に有利な価額を以て新株を発行する場合の規定に改めるべき旨の要望が提出された。また日本証券業協会連合会（昭三八年一月）、全国株式懇話会連合会（昭三九年九月）からも同趣旨の改正要望がなされた。

昭和四一年の改正法では、冒頭に述べたように、東京商工会議所の改正意見とほぼ同一の方向をとり、商法二八〇条ノ二第二項を特に有利な価額による新株発行を規制する規定に改めたのである。

(1) 八木弘「株式会社財団論」一九三頁、田中誠二「全訂会社法提要」三二二頁、片山「株式会社法論」七五六頁等。

(2) 八木・前掲二〇六頁。

(3) 田中耕太郎「改正会社法概論」七一〇頁。八木・前掲一九四頁以下は、昭和十三年法の新株引受権は株主に付与されるものであつても、株主たる地位によるものとは認めがたく、むしろ第三者としての引受権であると主張される。

(4) 奥野健一他「株式会社法釈義」三一頁及び三二頁、八木・前掲二〇三頁。

(5) 諸外国の改正の動向及びその詳細については八木・前掲一六七頁以下に詳しい。

(6) 当時は株主に対し新株引受権を付与するとともに、会社役員又は縁故者等に対しても引受権を付与するのが通例であつたといわれる（津田利治「新株引受権の正体」私法五号五頁注(4)、松本丞治「新株引受権について」竹田記念論文集一五四頁）。

(7) 西島弥太郎「改正会社法」四九六頁注(1)。

(8) 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）五八九頁。

(9) 八木・前掲二〇六頁。

(10) 昭和二八年三月、大阪市立大学商法研究室が共同で行なつた「改正株式会社法施行の実態調査」によれば、資本金一億円以上の株式会社中回答を寄せた二百十二社の中、制限排除を認めたものは百四十三社（六七・五％）であり（ジュリスト七六号による）、東京法務局日本橋出張所の調べでは、当時同登記所に登記されていた五百九十七社中五三％が取締役会による排除、制限を認めていた（山一証券「証券月報」八一号一九頁）。

(11) 通達では「次のごとき定は、有効である」として、

一、株主は新株について引受権を有する。但し、新株の発行に当り取締役会の決議をもつて各回の発行株式の全部又は一部を排除することができる。

一、株主は昭和 年 月 日増加した株式につき引受権を有する。但し、取締役会の決議をもつて制限することができる。

(12) 経団連では、昭和三〇年三月二十九日法務大臣に対し「東京地裁より無効判決の下された定款の規定は、一般に有効と認められる解釈に従つて定められたもので、法務省民事局の通達においても、その有効なる旨を示し、ためにわが国会社の大部分はこれと同様の規定を採用している。しかししてもし、この定款の規定を無効とし、それに伴い授權株数増加の決議が無効となるならば、授權資本制採用後の新株発行は全部無効となり、また第三者に対する新株引受権の付与の部分だけが無効となる場合は、会社の不正発行となり、取締役に賠償責任を生ずる。かくして徒らに経済界を混乱に導くこととなる。」として「法規の重大な解釈の混乱より生ずる事態を未然に防ぐため、右の定款の規定が有効であることを認めるべく、この際何らかの措置を講じて善処」すべきことを要望した。

(13) とくに原始定款でなければ第三者に引受権を与えられないとの立場に立つ場合には、会社に不能を強いる結果とならざるをえない（八木・

前掲二四一頁)。

(14) 株主の新株引受権についても同様である。

(15) 富山康吉「新株引受権」(株式会社法講座) 一二七四頁注(一)、拙稿「新株引受権と株式の発行価額」(財經詳報一一三三)。

(16) 厳格説―吉田昂「商法改正法律案の解説」(財政経済弘報五〇五号)、上田明信「改正商法の逐条解説」(同上五一五号)、田中誠二「会社法」三二九頁等。寛大説―鈴木・前掲五九三頁、富山・前掲二二七一頁、八木・前掲三〇八頁、三戸岡道夫「商法改正に伴う実務の処理方法」(金融法律事情七四号) 一一頁、阪埜光男「新株引受権法序説」(法学研究三七卷三号) 四〇頁、石井照久「新株・社債の発行」(経営法学全集八卷) 三九頁等。

(17) 鈴木・前掲五九三頁。

(18) 津田・前掲二六頁、高島正夫「新株引受権と有利発行」(慶応義塾創立百年記念論文集) 一七八頁、阪埜・前掲三八頁等は、第三者の引受権付与を規制する理由づけを会社の将来の資本系統の方向づけに求められるが、第三者への引受権付与は取締役と第三者との間の契約によつてのみ可能となるのであるから、割当自由の原則が働くいわゆる公募の場合においても取締役は特定の者に新株を割当て得ることとの間に差異を認めることがむずかしく賛成できない。次項において述べるように有利価額発行と結びつくことこそ、法が規制を加える理由に他ならない。

(19) 商法二八〇条ノ三但書は新株引受権者に対し有利な発行価額を定め得る旨を規定しているに止まる。

(20) 買取引受の詳細については山一証券調査部「増資の実務(新版)」第三章を参照。

(21) 訴訟の状況は次の通りである。いずれも原告は中島徹氏。

(判決日)

(裁判所)

(判決内容)

(被告会社)

三七・一二・一七

横浜地裁

買取引受は商法違反

東芝(確定)

三八・二・八

東京地裁

買取引受に付判断せず

大成建設・汽車製造(控訴) 信越化学(確定)

三八・四・一〇

大阪地裁

同右

久保田鉄工・積水化学(控訴)

三八・八・三〇

東京地裁八王寺

買取引受は商法違反

横河電機(賠償訴訟に発展)

三九・五・六

東京高裁

同右

大成建設・汽車製造

三九・六・一一

大阪高裁

同右

久保田鉄工

三九・九・四

同右

同右

積水化学

四〇・一〇・八

最高裁

買取引受につき判断せず

大成建設

(22) 判決の影響については拙稿「買取引受を違法とする判決の波紋」(商事法律務研究二八八号)。

(23) 吉田昂「買取引受と新株引受権」(商事法務研究二二八号)、長谷部茂吉「裁判会社法」一三六頁。

(24) 鈴木竹雄「買取引受と商法第二八〇条ノ第二項」(商事法務研究二六八号)、水田耕一「新会社法読本」一一三頁。

(25) 立法論として経団連と同一の立場に立たれるものに田中誠一「新株発行の場合の買取引受に関する立法論について」(青山学院創立九十周年記念法学論文集六九頁以下)がある。これによれば、「不特定かつ多数の者に対し、時価を基準とした適正な価額および公正均等な条件で新株を売り出すことを約し、並びにこれと同一の価額でその新株を引受けることを約する契約に基き第三者に新株引受権を与える場合については、第二八〇条ノ第二項は適用しない」こととすべきものとされる。なお同趣旨のものとして西原寛一「シンポジウム―商法改正の問題点」(私法二六号)一六七頁がある。

## 二、改正法のもとにおける第三者の新株引受権

### (1) 昭和四一年改正法の内容

買取引受に関する訴訟を契機として、第三者に対する新株の発行において重視されるべきは発行価額であるという点がクローズ・アップされたため、昭和四一年の改正法では新株引受権の付与は問題外となり、もっぱら発行価額の有利性という面からのみ規制するという立法方式がとられることとなつた。

関係条文は次の通りである。なおこれに伴ない、新株引受権者に有利価額発行を認めていた二八〇条ノ三但書きは削除された。

第二八〇条ノ二 ②株主以外ノ者ニ対シ特ニ有利ナル発行価額ヲ以テ新株ヲ発行スルニハ定款ニ之ニ関スル定アルトキト雖モ其ノ者ニ対

シ発行スルコトヲ得ベキ株式ノ額面無額面ノ別、種類、数及最低発行価額ニ付第三百四十三条ニ定ムル決議アルコトヲ要ス此ノ場合

ニ於テハ取締役ハ株主總會ニ於テ株主以外ノ者ニ対シ特ニ有利ナル発行価額ヲ以テ新株ヲ発行スルコトヲ必要トスル理由ヲ開示スル

コトヲ要ス

③前項ノ場合ニ於ケル議案ノ要領ハ第二百三十二条ニ定ムル通知及公告ニ之ヲ記載スルコトヲ要ス

改正商法のもとにおける第三者の新株引受権

④第二項ノ決議ハ決議後最初ニ発行スル新株ニシテ其ノ日ヨリ六月内ニ払込ヲ為スベキモノニ付テノミ其ノ効力ヲ有ス  
第二八〇条ノ三ノ二 会社ハ払込期日ノ二週間前ニ新株ノ額面無額面ノ別、種類、数、発行価額、払込期日及募集ノ方法ヲ公告シ又ハ株

主ニ通知スルコトヲ要ス

第二八〇条ノ三ノ三 前二条ノ規定ハ第二百八十条ノ二第一項第五号ノ新株ノ引受権ノ目的タル株式及同条第二項ノ決議アリタル株式ニ付テハ之ヲ適用セズ

改正法によれば、「特ニ有利ナル発行価額」による第三者（株主以外の者）への新株発行については、昭和三〇年法における第三者への新株引受権付与の場合と全く同一の手続が要求されている。

ただ三〇年法と異なる点は、株主総会において開示すべき理由の内容である。前者において要求されたところは「株主以外の者に新株引受権を与えることを必要とする理由」であつたが、改正法では「株主以外の者に特に有利な発行価額をもつて新株を発行することを必要とする理由」と改められたので、これらの者に新株という形で経済的利益を付与することの合理性を説明すればよいことになつたと解されるからである。したがつて、昭和三〇年法のもとにおいていわゆる厳格説が主張した資金調達上の客観的合理性は、改正後は問題となる余地がなくなつたわけで、いわゆる功労株といったものも問題なく承認されうるものと解される。

しかし具体的な新株発行において、その発行価額が「特ニ有利」であるか否かにより発行手続が異なることになると、その判断は取締役会において主観的になされるので、株主総会を経由すべきものが、総会を開くことなしに発行される懸念なしとしないであろう。このような理由から改正法は、新たに二八〇条ノ三ノ二及び二八〇条ノ三ノ三を設け、株主総会の承認を得ないでする第三者への新株発行（すなわち「特ニ有利」でない価額によると判断された新株発行）については、新株の額面、無額面の別、種類、数、発行価額、払込期日及び募集の方法につき、払込期日の二週間前までに公告又は株主に対し通知すべきものと定め、株主に発行差止等の措置による自衛手段をとり得る可能性を与えている。

そこで問題となるのは「特ニ有利ナル発行価額」の意義である。それにはまず有利・不利の判断基準となるべき発行価額、つまり「公正ナル発行価額」の意義から説明して行く必要がある。改正前においては不公正価額との関連において幾つかの学説がみられたが、<sup>(1)</sup> 一般に市価を中心とする考え方が有力であつた。しかし市価を基準に考えることは妥当ではない。なぜなら、新株発行によりまとまつた数量の株式が流通市場に流入するのであるから、これにより需給関係は急変するわけ、発行時の市価は当然にその分だけ低落する筈だからである。その上市況の低迷が予想されるような場合には、時価より相当低いところに定めなければ募集困難なことも考えられる。それ故、公正価額は新株の消化可能性を基準に考えられるべきであろう。消化を完全にするためには発行価額は低い程よいが、しかし他方余りに低すぎるとは旧株主の利益を害することになる。したがつて抽象的にいうならば、その時点において新株の完全消化が可能な最高価額が公正な発行価額となる。<sup>(2)</sup> さらにその判断の基準となるべき時点も問題であるが、発行価額決定時点と解すべきであり、その際将来の価格変動をも充分考慮して決定されたか否かを問題とすべきである。この点、考慮すべき事項としては、発行時の株式の時価及び見通し、払込期日までの株式市況の予想、会社の資産状況、収益状況、配当の予想などである。<sup>(3)</sup>

公募株に関する有価証券届出書の審査の際には、価額決定に関する参考資料として、(イ)発行価額決定日前一カ月の平均株価、同高値、安値、(ロ)決定日前一週間の平均株価、同高値、安値、(ハ)決定日前日の終値を徴しているが、決定日前一週間平均の九〇―八五%見当の水準に決しているものが多い。したがつておおむねこの水準であれば公正価額とみて差支えないとはいえるが、厳密にはケース・バイ・ケースで判断さるべきもので、このような一律的基準により得ないのもちろんである。<sup>(4)</sup>

以上で「公正ナル発行価額」の意義は明らかにされたわけだが、これより割安なものすべて「有利ナル発行価額」ということになる。ところで改正法上問題となるのは「特ニ有利」な価額である。これは軽微なものを含まない趣旨と説明され

ている<sup>(5)</sup>。したがつて文理的にいえば、「僅カニ有利ナル発行価額」と「特ニ有利ナル発行価額」の二つがあるわけで、改正法の規制を受けるのは後者の方ということになる<sup>(6)</sup>。

さらにまた改正法は、新株発行に伴う引受人の責任に関する二八〇条ノ一一につき手を触れていないので、ここには「著シク不正ナル発行価額」と「特ニ有利ナル発行価額」との關係も問題とされよう。この場合にも判断基準とされるのは「公正ナル発行価額」であるから、この点では共通の概念とみることがができる。しかも商法上責任を問われるのは「著シク不正」の場合であり、この中間に「僅カニ不正」なものが位することを考へると、両者は同一の概念を異なる局面から表現したものとみてよからう<sup>(8)</sup>。事実、立法の過程において「著シク有利ナル発行価額」という表現も検討された模様であり<sup>(9)</sup>、「著シク」と「特ニ」との間にはそれ程大きな差があるとはいえないようである。

なお改正法は株主以外の者に対し「特ニ有利ナル発行価額」により新株を発行する場合につき規定しているのであるから、第三者に新株引受権を与える場合のみならず、公募や現物出資の場合にも適用があるとされている<sup>(10)</sup>。

## (2)改正法のもとにおける第三者の新株引受権

改正法のもとにおける第三者の新株引受権を考へるには、わが商法のもとで第三者の新株引受権がどのような権利として位置づけられて来たかを振り返つてみる必要がある。

まずその前に新株引受権の意義を明らかにしておくことから始めよう。新株引受権とは新株発行に際し、会社に対して一般の申込人に優先して割当をなすべきことを請求しうべき権利であるというのが通説であるが、この点については異存はない。すなわち、新株の申込に対しては、取締役が割当の自由が認められており(二八〇ノ一三・一七六)、申込人の誰に何株を割当てるかを自由に定めうるのであつて、ただそれが著しく不正な場合に限つて制約が付されているにすぎない(二八〇ノ一〇)。しかるに新株引受権者に対しては、その引受権の範囲内の株数の申込については文句なしに新株を割当てるべき

義務を生ずる。つまりこの分については、割当自由の権限は制限されるのであつて、この割当自由の原則の排除こそが新株引受権の本質であるとされている。

新株引受権には抽象的引受権と具体的引受権とがある。抽象的引受権とは将来発行されることが予想される新株につき優先して割当を受け得る地位をいい、定款を以て定められるものである<sup>(12)</sup>。これは単なる期待権にすぎないから、譲渡性を有しないことはいうまでもない。英米法上の株主の引受権 (pre-emptive right) や西ドイツ株式法上の株主の引受権 (Bezugsrecht) —一九六五年法一八六条<sup>(13)</sup>はこれに当る。他方、具体的引受権とは個々の新株発行の都度会社の機関が付与するもので、会社の機関に対し当該新株の割当を求め得る権利である。抽象的引受権の定めがある場合はその制約を受けるが、ない場合にはその都度会社の機関が任意に付与できる。その性格は会社に対する債権であるから、一般債権譲渡の方法により譲渡可能である<sup>(14)</sup>。しかし単なる請求権であつて、一方的に会社の意思に拘りなく新株の引受を成立せしめ得る形成権とは異なる。なぜなら商法は新株引受権者もまた株式申込証による申込が必要であり、これに対し会社から割当がなされることを予定しているからである(二八〇ノ四、五、六、六ノ四)<sup>(16)</sup>。それ故、会社からの付与が新株割当の申込 (firm offer) となるアメリカ法上のオプション (option) とは厳密な意味において異なる<sup>(17)</sup>。

しかし、同じ新株引受権であつても、株主の新株引受権と第三者の新株引受権とではその発生基礎において異なる。株主の新株引受権は株主資格という社団契約上の地位を前提としているので、定款の定めまたは会社の機関の引受権付与決議があると直ちに発生するのに対し、第三者の新株引受権は定款の規定や発行機関の決議のみでは当然に発生せず、会社との間の引受権付与契約が必要である。すなわち、第三者の新株引受権は契約上の権利なのである。

そこで次にこのような第三者の新株引受権は、わが国商法上どのような内容のものとして規定されて来たかをみよう。すでに法制の変遷において明らかにされたように、それは常に第三者に対する有利価額発行の手段として取り扱われ、株主と

の利益調整という観点から常に制約を受けて来たといつてよいであろう。すなわち、昭和一三年法においては定款または増資決議（株主総会の特別決議）による必要があることによつて株主にチェックのチャンスが与えられ、昭和二五年法では有利価額発行の可能性が法文上明らかとされたことと相まつて、定款によつてのみ与え得るものとされるに至り、昭和三〇年法では一歩進めて株主総会の特別決議による授權なしには付与し得ないものとなり、その際有利発行の限度についても承認を得るべきものとされたのである。このようにして立法上第三者の新株引受権は、第三者への経済的利益付与の手段として位置づけられて来たといえる。もとより純理論的にいえば、前述のように新株引受権の本質は新株の優先引受権であつて、有利価額発行はその必然的帰結とはいえないのであるが、第三者に対する新株引受権の付与は、逆説的な言い方をするならば、商法上第三者に対する有利価額発行の手段であつたが故に、経済的に重要性を持ち得たと言つても過言ではない。特に株主に商法上当然には新株引受権が認められない法制のもとでは、第三者に新株を割り当てただけならば、会社の機関に割当自由の原則が認められている以上、殊更に新株引受権付与という面倒な手続をとる必然性が認められないからである。<sup>(19)</sup>

この点は、改正法のもとでも変わらない。改正法は有利価額発行全般を規制するものであるが、ただ、第三者の新株引受権については、そのうち、「特ニ有利ナル発行価額」によるもののみが、商法の規制を受けることに改められたにすぎないからである。したがつて、改正法は新株の有利価額発行と新株引受権とを結びつけていた二八〇条ノ三但書を削除し、二八〇条ノ二第二項を第三者に対する有利価額発行のみを規制する規定に改めたので、商法上新株引受権と有利価額発行とは無関係となり、第三者の新株引受権は純粹の意味における新株引受権、すなわち単なる新株の優先割当を受け得る権利に戻つたとみる見解<sup>(20)</sup>には賛成できない。

なお、昭和三〇年法で取締役会の決議事項とされていた「新株ノ引受権ヲ与フベキ者」（旧二八〇ノ二I5）が「株主ニ新

株引受権ヲ与フベキ旨」と改められ、第三者への新株引受権付与は取締役会の決議事項から外されたので、付与の権限の帰属が問題となる。しかし引受権が取締役の有する割当自由の権限の制約であることからすれば、やはり取締役会の権限に属する事項と解するのが妥当である。<sup>(21)</sup>

そこで改正法のもとにおける第三者の新株引受権には次の二つの形態が生まれた。

(イ)「特ニ有利ナル発行価額」による新株引受権……この場合には取締役会で新株を与うべき者及びこれに与える新株の額面、無額面の別、種類、数及び発行価額を決定し、「特ニ有利ナル発行価額」によることにつき、株主総会の特別決議による承認を得なければならぬ。手続並びに決議要件等は前述のように昭和三〇年法において第三者への新株引受権付与につき要求されたところと全く同一であり、決議の効力は昭和三〇年法同様に、決議後最初に発行する新株で、かつ決議日より六ヶ月内に払込をなすべきものにしか及ばない。

(ロ)「特ニ有利ナラザル発行価額」による新株引受権……この場合には何等の制限はなく、取締役会限りで自由に付与することができる。もつとも、株主総会の承認を経ないでする第三者への新株発行については、株主への通知または公告義務があるから、改正法二八〇条ノ三ノ二に従い、所定事項を株主に通報しなければならぬ。

この場合問題となるのは割当方法である。(イ)の形態の場合には、「特ニ有利ナル発行価額」を以て新株を発行すべき者の範囲につき株主総会の承認を取りつけるので問題ないといえるが、(ロ)の場合には割当先につき株主の承認を得る方法がないため、割当先が特定少数者に限られる場合には、「著シク不公正ナル発行方法」に当るとして、発行を差止められる恐れなしとしないからである(二八〇ノ一)。<sup>(22)</sup>したがつてその懸念ある場合には、「僅カニ有利」であるにすぎない場合でも、「特ニ有利ナル発行価額」によるものとして株主総会の承認を求めることになるものと予想される。

ただ第三者の場合は、新株引受権が有利発行と結びついていたがために意義が認められていたことからすれば、特定の者

に対し、「おまえに新株を割当てるつもりだ、しかし、割当てない場合にも会社に対し義務違反だということはできない」とした場合、それが守られるとするならば、実際問題として相手方に明確に新株引受権を与えるとした場合との間に何ら差異を生じないのであるから、<sup>(23)</sup>次第に新株引受権付与の重要性が薄れ、いわゆる第三者割当と限定公募(縁故募集)との差が明確になることは想像に難くない。<sup>(24)</sup>

### (3) 第三者の新株引受権に関する課税

第三者が新株引受権を行使して得た新株の市価が払込金額を上回っているときは、そのプレミアム相当額の所得が発生したことになるので、これに対し所得税が課せられる。

所得額の算定については、払込期日の新株時価から新株の発行価額を控除した差額をとることになっている(所得税法施行令八四I)。ただし、払込期日の翌日から一ヵ月以内に新株の価額が低落したときは最低価額をとるものとされる(同施行令八四II)。この場合、基準とすべき時価は、上場株については会社の本店所在地もよりの証券取引所の終値である(昭二九年直所一一一〇<sup>(25)</sup>⑦)。

所得税については発生主義がとられているので、この場合いつ所得が発生したとみるかが問題となるが、この点については新株の申込期日に発生したものととして扱われる(前掲通達<sup>(26)</sup>⑥)。もつとも引受権を行使せず失権した場合には課税対象とならないことはいうまでもない(前掲通達<sup>(26)</sup>⑤)。

次に第三者の引受権につき生じた所得はどのような種類の所得かが問題となるが、この点については原則として一時所得として扱われることになっており、ただ役員または従業員に対し支給すべき賞与または退職所得に代えて与えたとみられる場合には、給与所得または退職所得として扱われるものとされている(前掲通達<sup>(26)</sup>④)。

一時所得として課税される場合は、税法上譲渡所得と合算の上、その合計額から特別控除額を<sup>(26)</sup>控除した残りの半額が課税

対象となる。もちろん綜合課税の対象であるから其の他の所得と合算されることはいうまでもない。他方給与所得として扱われる場合には会社生源徴収義務が発生するが、この分の徴収は技術的に困難を伴なう点問題なしとしない。<sup>(27)(28)</sup>

以上述べたところは現行の所得税法(昭四一年改正法)上の取り扱いであるが、商法改正後もこのままにしておいて良いかどうかはやや疑問である。前述のように改正商法のもとでは第三者の新株引受権には「特ニ有利ナル発行価額」によるものと、そうでないものとが生れたからである。もつとも旧法のもとでは、発行価額のいかんを問わず第三者への引受権付与は同一に扱われていたのであるから、税法上特に扱いを変えする必要はないともいえよう。しかし他方、改正法のもとでは第三者に新株引受権を付与しなくても、株主総会の特別決議さえあれば「特ニ有利ナル発行価額」による新株発行が可能となつたのであるから、新株引受権の有無のみで課税上の扱いを変えろという課税方法には再検討の余地が多分にあるといわざるを得ない。むしろ改正商法の趣旨に合せるとするならば、現行規定を「特ニ有利ナル発行価額」によるもののみを対象とすることに改めるとともに、引受権の有無に拘らず「特ニ有利」でない価額によるものは課税対象から外すことが望まれる。

(1) 不公正価額については、市価より著しく低いものをいうとする説(鈴木竹雄・石井照久「改正株式会社法解説」二四二頁、松田二郎「新会社法」二五一頁、野津務「会社法概論」一九七頁など)や旧株の市価や業額、財産状況等を勘案して判定すべしとする説(大隅健一郎・大森忠夫「逐条改正会社法解説」三七六頁、実方正雄「会社法学(新株式会社法Ⅱ)」三〇四頁)があつた。

(2) 山一証券調査部・前掲二八七頁、後藤正見「非公開株式の公費価格決定の基準」(商事法務研究一六号一四頁)、高鳥・前掲一九〇頁、味村・前掲一七一頁、矢沢惇・前掲ジュリスト三四八号四七頁。

(3) 昭和二八年二月二三日の東京地裁判決では、時価を基準とし、一株当り純資産額、業界の見通し、市況、払込期日までの市況の予想などを勘案して定めた発行価額を一応公正と判断している。

(4) 鈴木竹雄「商法の一部を改正する法律案の解説」(商事法務研究三七五号)七頁、田代・前掲解説(財政経済弘報一一八五号)六頁、味村治「改正株式会社法」一七三頁など。なお改正後の実例についてみると、八七・九〇%見当の水準のものが多く(拙稿「商事法務研究三九七号九頁」)。

- (5) 味村・前掲一七三頁、田代・前掲解説(1)六頁。(反対)服部榮三「第三者の新株引受権に因する商法改正について」企業会計一九卷一号二二三頁。
- (6) 「特ニ有利」と入れたのは、時価との單純かつ機械的な比較を排する趣旨に他ならず、したがって理論的に真に有利な場合といふべきであるとする説もある(鈴木・前掲商事法務研究三七五号七頁)。
- (7) 前出(3)で述べた判決では、当該事件の発行価額は適正なものとはいえぬが著しく不公正なものともみることもできないとして原告側の差止の請求を却下している。
- (8) 田代・前掲解説(1)六頁。
- (9) 味村治「改正会社法実務の研究」(鈴木竹雄他)一六五頁。
- (10) 味村・前掲(改正会社法)一七八頁。
- (11) 津田・前掲八頁、高島正夫「新株引受権に関する若干の問題」(法学研究二五卷四号)三〇頁、田中誠二「会社法」三一九頁、阪壜・前掲(三七卷三号)一九九頁。
- (12) 八木・前掲二六七頁、津田・前掲二二頁、富山・前掲一二四六頁以下。株主に限り認められる権利である。
- (13) 喜多川篤典「株式会社の法理」一九四頁以下。
- (14) 津田・前掲三三頁、富山・前掲一二四三頁、一二六六頁、石井・前掲三六頁、四〇頁。
- (15) 改正法によれば株主の新株引受権につき新株引受権証書(二八〇ノ六ノ二)を発行したときは、株式の申込には引受権証書が用いられる(二八〇ノ六ノ四)。しかしその記載事項の一部は株式申込証に記載すべき事項と全く同一であり、申込についても株式申込証による申込の規定が準用されているなど(二八〇ノ一四)、改正法は申込証主義を捨てたわけではない。
- (16) 津田・前掲九頁、阪壜・前掲(三七卷三号)一九九頁。
- (17) 喜多川・前掲一九八頁以下では、わが商法上の引受権をオプショナルとして扱えておられるが疑問である。
- (18) 株主の引受権は本稿の対象外なので、その基礎についてはふれないことにする。
- (19) 富山・前掲一二六七頁、一二七四頁注(1)、松本・前掲一五五頁、鈴木・前掲(法協)五八九頁。
- (20) 味村・前掲(改正会社法)一六八頁。
- (21) この点については前掲ジュリスト三四八号四九頁以下。代表取締役でよいとする説(大隅)と取締役会とする説(矢沢・鈴木)がある。
- (22) 改正法は新株発行に際し保護すべきは株主の経済的利益であるとの立場を強く正面に打ち出したと解されるので(民事局「法案逐条解説」第五)、株主のシェアの変化はさ程問題とならないとの見方も成り立つ。なおこのような場合に、株主総会の決議を求めることはもちろん有効である。

(23) 鈴木・前掲商事法務研究三七五号七頁。

(24) 改正後の実例をみると、新株引受権の存在を意識しないかの如き公告も少なからずみられる。詳細は前掲・拙稿(商事法務研究三九七号)九頁参照。

(25) 非上場株の場合は気配相場があれば本店もよりの地のものを取り、気配のないものは富裕財産評価通達(昭和二六年直資一―五―昭和三九年四月に直資五六直審(資)一七「相続税財産評価に関する基本通達」に全面改訂となつた)により評価したところによるとされてい(直所一―一―〇七〇II・III)。

(26) 特別控除額は、必要経費控除後の残額が三十万円未満のときは全額、三十万円をこえ四十五万円未満のときは六十万円との差額、四十五万円以上のときは十五万円である。(四十二年度の改正税法案によれば、一律に三十万円となる予定である。)

(27) 源泉徴収に関する問題点については大和証券調査部「従業員持株制度」一五一頁以下に詳しい。

(28) アメリカでは雇傭関係にある者(含経営者)に対して付与される引受権(オプション)のうち一定の条件を充たすもの(いわゆる制約されたオプション——“restricted” stock option)については行使価格が交付時の市価の九五%以上であれば所得税は課税されず、八五%から九五%の間にある場合には当該株式の処分時に、交付時の株価が交付時の行使価格をこえる額と、処分時の時価が行使価格をこえる額とのいずれか小さい方に対し普通所得として課税されるという優遇措置がとられている(一九五四年内国歳入法四二一条)。

### 三、第三者の新株引受権の展開

第三者の新株引受権に二つの類型が生まれ、「特ニ有利」ならざる発行価額によるものは、取締役会限りで自由に行なえることになつたばかりでなく、昭和三〇年法において付されていた株主總會の承認の効力の存続期間の制限(決議後六ヵ月以内に払込期日の来る新株で、最初に発行されたものに限る―二八〇ノ二IV)がないので、かなり長期にわたり存続し、しかも各個人ばらばらに行使され得る新株引受権を付与できる可能性が生じたことは見落すべきではなからう。この点においてはむしろ、第三者の新株引受権の重要性が増大する可能性すら認め得るのである。以下この点について検討してみよう。

#### (1) 従業員持株制度への適用

従業員持株制度 (employees stock ownership) とは、従業員が自社の株式を取得する場合に、会社側が各種のプランを設定して特別の便宜 (株式取得金の一部負担、その取得に要する費用の負担、積立方式などによる代金支払方法の便宜など) を与えることにより、その株式取得を促進しようとする制度である<sup>(1)</sup>。

従業員持株制度の狙いとしては、労使協調策、労働意欲の増進、労働者の移動の防止、及び恩給制度の代用としての従業員福祉対策などがあげられている。このほか、外部資本に対する企業支配の防衛とか、従業員ないしは経営者の功勞に対する報酬としてもこの制度は利用される<sup>(2)</sup>、その効用は極めて多岐にわたっており、アメリカ以外の諸国でも広く行なわれている<sup>(3)</sup>。特に西ドイツでは一九六五年の新株式法 (Aktiengesetz 1965) で従業員株式 (Belegschaftsaktien) に関する規定を新設するなど強力にこの制度を推進しようとしており注目される<sup>(4)</sup>。

わが国における制度の嚆矢は大正七年の兼松奨励会であるとされているが、特に注目されるようになったのは、昭和三十六年以降の株価低迷期において、大企業による自社株投資組織が相次いで設置されてからである<sup>(5)</sup>。当時は流通市場にあるいわゆる浮動株の安定化策の一環として利用されたものとみられるが、かなりの普及をみせており、特に最近では資本取引自由化を控えて、外資に対する企業防衛策の一つとして再び脚光を浴びようとしている。

従業員持株制度には幾つかの類型があり、その対象とする株式も新株のみならず既発行株を含むものが少なくないが、新株の場合には従業員を有利に取扱う目的から、これに新株の優先買付権 (新株引受権) を付与することが必要である。

アメリカでは従業員に与えられる優先権はオプション (stock option) と呼ばれ、一定期間内または一定期日に一定の価額で新株の引受ができる権利である。ただこれは株主の新株引受権を制限するものであるから、成文法上の根拠が必要であり、一九一九年のニューヨーク州法をはじめとして多くの州法ではこれを認めるとともに、幾つかの制限を課することにより、株主との間に利益調整をはかつて<sup>(6)</sup>いる<sup>(9)</sup>。

ところがわが国では昭和三〇年法が第三者に対する新株引受権の付与につき、厳格な制約を課していたため、これが制度導入に当つての大きな障害とされていた。<sup>(10)</sup>

まず第一の問題点は株主總會における理由開示である。すでに述べたようにここで開示されるべき理由についてはいわゆる厳格説、寛大説の対立があり、前者の立場からは従業員への引受権付与はいわゆる「功労株」に当るものとして否定的に解されていたからである。<sup>(11)</sup>これでは仮に總會の決議を得たとしても新株が発行されるまでの間に決議が取消される恐れがあり、従業員は極めて不安定な立場におかれることにならざるを得ない。<sup>(12)</sup>この点の問題が改正法により解決したことは前に述べた通りである。

また第二の問題点は、第三者への新株引受権付与に関する株主總會の決議の効力は、決議の日から六ヵ月以内に払込期日が到来するもので、しかもこの間に最初に発行される新株にしか及ばないとされていたことである。

従業員持株制度が本来の機能を發揮し得るためには、従業員が長期にわたつて買付期ごとに計画的に権利を行使できるようにする必要があるが、これでは買付期ごとに株主總會を開かねばならず、煩雜であるばかりか、常に当初の計画通りの決議を得られるとは限らないから、計画そのものが極めて不安定なものとなる恐れがある。

もつとも改正法のもとでも「特ニ有利ナル価額」により従業員に新株引受権を付与する場合には、第一の問題点が解決したにすぎないから、第二の問題点は依然として残ることになる。

しかし前述のように、「特ニ有利」でない発行価額による場合には第二の制限が及ばないわけで、しかもこれには「僅カニ有利ナル発行価額」による場合も含まれるので、こんごはこの限度内であれば従業員持株制度により、従業員に対し新株を発行することが可能になつたといふことができる。<sup>(13)</sup>

しかしなお技術的問題点は残つている。それは改正法により新設された二八〇条ノ三ノ二による新株発行の公表に関し

てである。前述のように払込期日の二週間前までに一定の事項を公告または株主宛通知しなければならず、この中には新株の数及び発行価額が含まれているからである。

まず問題となるのは発行すべき新株の数の表示である。制度の対象となる従業員及びこれに付与される引受権の対象となる新株の数が、勤続年限等により可変的である場合には、その総枠は常に流動的であるため、予め発行株数を確定的に表示することは困難だからである。それ故予め従業員より新株申込の希望を募り、数を確定した上で公告又は通知を行なうという方法をとりざるを得ないであろう。したがって従業員に対する新株の発行の時期は、公告又は通知との関係上、毎年一定の期日とする方法に限定されることになり、制度の存続期間中であれば随時権利行使を認めるという方法はとり難いと解さざるを得ない。

次に問題となるのは、新株の発行価額の表示方法である。従業員持株制度のように長期にわたり存続する制度では、新株の発行価額を確定金額とするよりも、時価(例えば発行日前日の終値)の何パーセントという可変的な定めの方がより適切であるだけに、もし確定額表示が必要だとすれば問題である。しかし公告又は通知の目的が、株主に発行価額につき「特ニ有利」か否かの判断基準を示し、発行差止のチャンスを与えることにある以上、単に「何円以上」といった最低限のみを示す方法は問題としても、<sup>(14)</sup>時価という客観的基準が与えられており、これに一定率を乗ずれば直ちに確定額を求め得る場合には株主の保護に欠ける恐れはない筈で、このような定めは有効と解したい。

以上のように改正法のもとではかなり限定されるとはいえやや本来の姿に近い従業員持株制度の運営が可能となるように思われる。しかしアメリカのように定款または株主総会の承認を得るといつた方法がとれないため、常に発行差止の危険にさらされるといつた不安定な形しかとり得ないのはやはり問題といわざるを得ない。もとより従業員持株制度には企業倒産の場合に共倒れになるという難点もあるが、長所も少なからず認められるのであるから、こんごの改正の際に立法による制

度の確立が望まれる。

(2) 新株引受権付社債の可能性

株式引受権（又は買受権）付社債（bond with stock purchase warrants; Optionsanleihen）とは、社債権者に社債の償還期限までの間の一定期間内に額面に比例して一定数の株式を一定の価格で買い受ける権利が付与されている社債である。<sup>(15)</sup> 社債権者に与えられる株式購入権（option）は、通例、一定の書面（warrant; Optionschein）で表示されるので、ワラント付社債（bond with warrants）とも呼ばれている。

社債権者はこの種社債の購入により社債投資の安全性を保持しながら、株式購入権の対象となる株式の価格変動による利益をその権利行使だけでなく、社債の売却（買受権証書付）または買受権証書の売却（ただし後述の分離型の場合のみ）によつても享受できるのである。さらにまたいわゆる物的証券である株式の購入が可能である点で、インフレに弱い社債の欠陥をカバーできることも利点の一つとされている。このように株式購入権の付与は投機的妙味の乏しい社債を妙味あるものとするので転換社債の転換権とともに社債の甘味剤（sweetener）と呼ばれている。甘味剤の添加により起債市場が窮屈な場合や知名度の乏しい企業の起債が容易になる点で、転換社債と同様の機能を有するが、<sup>(16)</sup> 両者は次の点において異なっている。

(イ) 転換社債は転換権の行使により社債自体が消滅してしまうのに対して、引受権付社債は権利を行使して株式を入手しても社債自体には何等影響がない。<sup>(17)</sup>

(ロ) 転換権は社債と密接不可分であるが、引受権付社債の場合は引受権証書を社債本券と分離可能とすることもできるので（Detachable warrants; abtrennbare Optionscheine）、この場合には権利のみの独立譲渡も可能である。

(ハ) 転換社債の場合は転換権が行使されると起債会社では他人資本（借入金）の自己資本（資本金）への転化が起るが会社総資本は変化しないのに対して、引受権付社債の権利行使の場合には他人資本は不変であるが自己資本が増加し、起債会社

の総資本の増加を齎す。

このように類似するとはいへ、独得な性格を有するのでアメリカでは轉換社債と並んでかなり利用されており、西ドイツにおいても第一次大戦後外資導入のため盛に利用されたことがあり、<sup>(18)</sup>新株式法でも両者を全く同一に扱っている(株式法二二一条)。このほかスイス、南ア連邦、イタリー等で発行されている。<sup>(19)</sup>

わが国では第二次大戦後の外資導入の際に、外国投資家がわが国企業の高い成長力に均てんし得る社債形態として深い関心を示したことから注目を集めたが、昭和三〇年法のもとでは法律上の制約(旧二八〇ノ二II)から技術的に難点があるため、僅かに三菱化成株式会社及び久保田鉄工株式会社の二社が変則的な形態で発行したに止まつた。<sup>(20)</sup>

法律上の難点の第一は第三者への新株引受権付与に関する決議の効力が、決議後六ヵ月しか効力がないとされていたことである。このため社債発行時に新株引受権を与えておこうとすれば、引受権を行使できる期間は最長でも発行日から六ヵ月という短期間に限定されてしまうことになる。これでは株式の引受権を社債の甘味剤として作用させようという本来の目的から程遠いものとなりかねない。諸外国の例では短かくても一年、長いものは十―二十年にも及んでいるのである。もつとも引受権の行使期間を発行後一定期間経過後とすれば幾分でも甘味剤としての効果を大きくできようが、その場合には株主総会は社債発行後となるので、条件付で引受権を与えても将来の株主総会で認められるかどうか保証の限りではないからこれもまた問題である。このため三菱化成株式会社では、社債の発行時に新株を發行するいわゆるパッケージ・デール(packages deal)方式を採用している。

第二の難点は、決議の効力が六ヵ月以内に最初に發行される株式にしか及ばないとされていたことである。したがって、一人でも社債権者が引受権を行使すれば残りの枠は失効するため、一斉に引受権を行使させざるを得ないわけである。このため久保田鉄工株式会社では六ヵ月後の一定日を行使日と定めた。しかし、社債権者の立場からすれば、一定の期間内の任

意の時点において、随時株式を購入できることが妙味となるのであつて、一定の日にとめてでなければ購入できないとなつては、引受権も極めて薄い甘味剤でしかないであらう。

しかし改正法のもとでは「特ニ有利ナル発行価額」でない限り右の制約は課せられないことになつたから、本来の意味における株式引受権付社債の発行に曙光を見出すことができそうである。

ただ従業員持株制度の場合と同様に、公告又は通知との関連においてなお若干の問題点が残されている。もつともこの内発行価額の点については従業員持株制度の項で述べたところと同様なので再説しない。株式引受権付社債の場合に問題となるのは公告等の時期である。前述のように最も望ましい形は、発行後償還までの間随時権利行使ができるものであるが、この場合には引受権の対象となる株式の払込期日が引受権者の行動により左右されるので、払込期日毎に二週間前に公告しなければならぬとすれば、事実上実行不可能となる。しかし、包括的に公告等を行なつても差支えないとすれば、払込期日となる可能性のある日は発行日から償還日まで連続的に存在しているのであるから、その中の最も直近の日すなわち発行日の二週間前にまとめて行なえば足りることになる。もつともこの場合問題となるのは発行すべき新株の数の表示方法である。払込期日毎に発行すべき新株の数の限度を明示すべきものと解すれば、これまた表示不可能ということになるからである。しかし公告等の制度の目的からすれば、その内容は、株主が第三者への新株発行の規模及びこれによる自己の権利への影響度について正確な判断をなしうるものであれば足りると解するのが妥当であらう。とすれば、社債権者に付与した引受権の対象となる新株の総数を記載すれば足りることになる。<sup>(2)</sup>しかしこのように解すると、他方において株主に発行差止のチャンスを与えようとしている商法二八〇条ノ三ノ二の趣旨が没却されることにもなりかねない。したがつてこの点を重視すれば、社債権者の引受権行使日を毎年一定日と定め、その都度公告等を行なう方法によらざるをえないことになる。もとよりこれでも昭和三〇年法当時に比べれば格段の進歩といえるが、転換社債が今回の改正でより機能を高めたことに比べ

れば(三四一ノ七)、彼我の隔りは一そう大きくなつたといわざるをえない。この点立法論としては西ドイツのように転換社債と同等の取り扱いをすることが望まれるところである。

株式引受権付社債に關するもう一つの問題点は新株引受権につき証書すなわちワラントの發行が可能かどうかという点である。前述のように海外では新株引受権付社債については社債券にワラントが付されており、本券と分離して独立譲渡可能なものすら認められており、これは有価証券となるから、この種社債の普及にはその發行が不可欠ともみられるからである。

改正法では株主の新株引受権証書につき規定を新設したが(二八〇ノ六ノ二)、第三者の引受権についてはどうであらうか。一般に有価証券の發行は自由であり、ただ特定の証券につき社会的影響を考慮して發行自体もしくはその内容につき制限がなされているにすぎないことからすれば、<sup>(23)</sup>商法から發行禁止の趣旨が読み取れない限り發行は可能と解すべきであらう。改正法が株主の新株引受権証書についてのみ規定しているのは、改正法上第三者の新株引受権が規制対象外とされた結果に他ならないから、規定のないことを以て發行不可能と解する必要はない。もつとも第三者の引受権の譲渡性を否定する立場に立てば証書の發行自体も否定されることになるであらうが、引受権は本来譲渡性を有するものであることは前述の通りである。<sup>(24)</sup>

記載すべき事項は株主の引受権証書に準ずるが、株式の申込については株式申込証を用いなければならないから、新株引受権証書である旨の表示の他、引受権の目的たる新株の額面、無額面の別、種類および数、新株引受権を行使できる期間または期日等で足りるものと思う。ただ本券と切離して流通するものであるから、本券と同一の記番号を付す他、取締役の署名が必要とならう。なおこの他、有価証券であるから、印刷等につき偽造防止の配慮を為すべきはもちろんである。

(1) 従業員持株制度については大和証券調査部「従業員持株制度」、八木・前掲二七〇頁以下(第四節アメリカの従業員持株制度)、「従業員持

株制度について」(山一証券「証券月報」一七〇号)、石井照久「商法と労働問題」(統実務株式会社法六講所収)六〇頁以下を参照。

(2) アメリカでは経営者ないしは幹部職員 (Key employee) へのインセンティブとして、株式購入選択権 (option) を付与する例が多い(生駒道弘「ストック・オプションの研究」二八頁以下、松永正智「米国のストック・オプション制度について」三菱経済研究所調査と研究二巻一号五頁以下)。

(3) ニューヨーク株式取引所が発表した "Individual Share Ownership Around the World" (1962) によれば、イギリス、西ドイツ、フランス、オーストリア、イタリア、オーストラリア、ベルギーの諸国が実施していることである。

(4) 新株式法は次の三つの方法を定めている。

① 自己株式の分譲—自己株取得が認められる場合の一つとして「株式を会社の従業員 (Arbeitnehmern der Gesellschaft) に対してその取得のために提供しようとするとき」が追加された(七一I②)。

これは一九五九年の株式法小改正のとき創設された制度を受け継いだもので、五年間譲渡禁止の特約付で市価の半値以下で従業員に分譲されるときは、市価との差額には課税しないという税法上の優遇措置がとられている(租税措置法六)。

② 条件付増資による新株引受権付与—「会社が従業員に認めた利益参加に基づいて従業員が有する金銭債権の出資による新株の引受のために」従業員に新株引受権を付与することが新たに認められた(一九二II③)。参事官草案一〇六条一項で予定していた従業員への無償交付の変形したものである。従業員の出資は利益参加により取得した会社に対する金銭債権なので、その性格は現物出資であるが、会社に対する債権であるため価値に不信を生ずる恐れがないことから、現物出資に関する規定は適用されない(一九四III)。

③ 認許資本による新株発行—新たに認許資本により定款を以て新株を従業員に与える旨定めることが認められた(二〇二IV)。払込は現金の他に取締役会で任意に積立を認められる年度剰余金を充当することも認められているので(二〇四III)、後者によるときは従業員は②と同様に無償で新株を取得できる。この場合は通常の現金出資と同一の扱いが受けられる。

(5) 前掲「証券月報」(二七〇号)によれば、日本通運、住友金属工業、日本鋼管、中部電力などの大企業が相次いで従業員持株制度を実施しており、大和証券調査部・前掲書一八頁によれば、三七年中の実施会社は七社を数えている。(当時の状況については同書一二頁以下にアンケート調査による実態の詳細な分析がある。)

(6) 大和証券調査部・前掲書によれば、三七年実施会社中六社の目的は、安定株主確保(四社)、増資対策(二社)、労使間協調(三社)、愛社の昂揚(五社)、従業員の福祉(四社)、外部資本からの防衛(一社)等となつている。

(7) 昭和四一年に日本証券経済研究所が実施したアンケート調査によれば、対象会社二五〇八社中回答を寄せた五二三社中の二二%を占める一〇社がこの制度を採用している(証券経済時報四二年三月一日号)。

(8) 主なものは次の通りである。

① 株式購入プラン (Stock Purchase Plans) ② 会社側が種々の便宜を与えて従業員の新株取得を容易にするもの。

③ 貯蓄および節約プラン (Saving and Thrift Plans) ④ 従業員に継続的に貯蓄を行なわせるもので、従業員の福祉対策的性格が強い。最大の特色は従業員の貯蓄に応じて無償で自社株を与えることである。

⑤ 利益分配プラン (Profit Sharing Plans) ⑥ 会社の利益金の一部を株式の形で従業員に分配するもので、福祉対策的要素が極めて強い。

(9) 株主の引受権排除の範囲を定款で明示させ (イリノイ、オハイオ、アイダホ、ミシガン、ニューヨーク、ニュージャージーなどの各州)、株主総会の決議を要求し (ニューヨーク、コロラド、ニュージャージー等の各州)、或は反対株主に持株の買取請求権を認める (ニューヨーク、ニュージャージーなどの各州) などである。詳細については八木・前掲二八三頁以下を参照。

(10) 昭和五年法のもとでは定款の規定さえあれば容易に実施できた (八木・前掲二九三頁)。

(11) もともと昭和三〇年以降四一年七月までの間に行なわれた第三者への引受権付与九六件中役員、従業員割当は三二件もある。詳細については拙稿「第三者割当増資と商法改正」(実務会計二巻九号)中の別表を参照されたい。

(12) 発行後においては開示理由の当否は新株の効力に影響しない (東京地裁三二・一一・二二、東京高裁三三・九・一三、最高裁三七・一・一九)。

(13) アメリカでは税法との関係で時価の八五%以上のものが多い (前項注29参照)。

(14) 味村・前掲一八一頁は、新株の数の範囲又は価格の最低限を公告又は通知したのでは足りないと思われる。

(15) 株式引受権付社債については拙稿「株式買受権付社債の発行に伴う問題点」(会社実務の友六九輯)八頁以下、鴻常夫「転換社債」(株式会社法講座)一七一頁、矢沢惇「転換証券の法律的構成」(法学協会雑誌六八巻六号)五八一頁以下、「株式買受権付社債の実情と問題点」(証券月報一四八号)五三頁以下、Dewing, Financial Policy of Corporations, Vol. 1, 1963, p. 265~268; Hans-Otto Linnhoff, Optionsanleihen, 1956; Schmalenbach, Finanzierungen, 4. Aufl., 1928, S. 358 (鍋島訳五六八頁以下)を参照。

(16) 第二次大戦後発行されたわが国企業の外債に転換社債が多いのもこの故である。外債の状況については山一証券調査部「増資形態の回顧と展望」(商事法務研究三二二号)三二頁を参照。

(17) ただし新株引受権の行使に当って新株の払込を社債を以て行なえばその差は縮小する (矢沢・前掲法協六八巻六号五八二頁)。一九五九年六月アメリカで発行されたイタリアのモンテカティニ社 (Montecatini) の株式買受権付社債は債券額面千ドルの内五百ドルを株式の購入代金の一部に充てるものとしている (詳細は山一証券調査部外債研究資料一五二頁以下)。

(18) その状況については H. O. Linnhoff, a. a. O., S. 32 ff. 及び前掲「証券月報五七頁以下参照」。

(19) H. O. Linnhoff, a. a. O., S. 96 ff. 前掲・証券月報六一頁。

(20) 両社の発行条件は次の通りである。

三菱化成——発行額四四二万五千ドル、期限十年、発行時に社債額面の二〇%相当額の新株を百二十円以上で引受け得る引受権付（一九六一年一月発行）

久保田鉄工——発行額四九〇万ドル、期限十五年、社債額面の二〇%相当額の新株を一九六三年一〇月一日、一二日、一四日の平均株価の九五%で引受け得る権利付、権利行使日は一九六三年一〇月一五日午前一〇時（一九六三年八月発行）

ただしアメリカで利子平衡税が創設されたため、行使されなかつた。

(21) 矢沢・前掲法協六号五八二頁。

(22) 新株発行決議も一回でままとめて行なえばよい。

(23) 升本喜兵衛「有価証券法」四九頁。

(24) 株主以外の者に新株引受権を与える場合には、その者に新株引受権を与えて、新株を優先的に割り当てることを必要とする理由があるはずだからそのような引受権の譲渡を認める必要はないとする見解もあるが（味村・前掲一八九—一九〇頁、青谷岩男「株主以外の第三者に割当てられた新株引受権の譲渡の可否等について」商事法務研究四〇六号）、新株引受権の債権性から考えて首肯しかねるところである。

（昭和四二年三月三〇日）