

Title	企業結合と新株の有利発行
Sub Title	Groupe de Sociétés et Emission d'actions par le Prix Favorable
Author	宮島, 司(Miyajima, Tsukasa)
Publisher	慶應義塾大学法学研究会
Publication year	1978
Jtitle	法學研究：法律・政治・社会 (Journal of law, politics, and sociology). Vol.51, No.11 (1978. 11) ,p.203- 233
JaLC DOI	
Abstract	
Notes	島谷英郎先生追悼論文集
Genre	Journal Article
URL	<a href="https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00224504-19781115-0203">https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00224504-19781115-0203</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.

# 企業結合と新株の有利発行

宮 島 司

一 はしがき

二 問題の所在

三 「特ニ有利ナル発行価額」について

(一) 「特ニ」の意味について

(二) 「特ニ有利ナル発行価額」の基準となる「公正ナル発行価額」について

四 新株発行の差止と無効

(一) 差止について

(二) 無効について

五 むすび

一 は し が き

資本主義経済の発展のもとにおける生産技術の高度化は、それ自体として必然的に経営規模の拡大を要請し、さらに、資本主義経済の推進力たる企業間の自由競争がこれに拍車をかける。企業はその規模の拡大を図るため、まず内部的拡張を目

指す。そして最終的には、企業の拡大の最も効果的手段として、他の会社を吸収合併し、あるいはその営業を譲受けることを志向する。

ところが、この企業結合の最終的形態ともいいうる合併、営業譲渡に至らないまでも、共に企業が独立した法人格を有しながら規模の拡大を目指すいくつかの企業結合形態が存在し、現代の会社において、他の会社と何らかの意味で結合していない会社はないといわれるほど集中現象が進展している。<sup>(1)</sup>

ところで、現行商法上、企業結合に関する規定は、合併(商法一〇一条以下・四〇八条以下)、営業譲渡・営業の賃貸借・経営委任・損益共通契約その他これに準ずる契約(商法二四五条一項各号)、そして昭和四九年に新設された親子会社に関するもの(商法二七四条の三)のみであり、このうち商法二七四条の三は親子会社の監査役の権限についての規定であつて、合併、営業譲渡等とは異なり、正面から企業結合を取り上げたものとは言い難い。比較法的にみても、ドイツ、フランス等の諸国が極めて周到な規定を置いていることからすると、現代社会の経済実状に鑑みて相当時代遅れの商法典であるとの批判を免れない。そのため、多くの論者は、規定のないその他の企業結合形態について、それぞれの適用場面において苦心して解釈論を展開しているのが現状である。

こうした企業結合において最も効果的な手段は、資本参加であるといつても過言ではなからう。つまり、資本参加をすることにより相手会社の株主総会において多数を占め(株式分散の現状では二〇%程度あるいは一〇%程度でもよい)、<sup>(4)</sup>これにより取締役の選任を通して会社の支配をなすわけである。このような他会社の株式取得は純粹に投資の目的でなされることもあるが、多くは右に述べたように子会社・関係会社を支配するため、あるいは支配とまでは行かなくても、企業間の業務提携の前提ないしは裏付けの目的をもつて行なわれるものである。

他会社の株式取得については、まず国民経済的見地から独占禁止法上の制限があるが、<sup>(5)</sup>現行商法上は、自己株式取得の禁止

の潜脱にならない限り、一応自由である。しかし、既発行株式を取得する場合は別として、新株の第三者割当方式によつて大量の株式を取得（発行会社からいえば割当）することは、旧株主の支配関係上の利益といつた観点から立法論的にも問題があり、また、さらには、解釈論的にも何らかの努力を試みて、第三者割当をめぐるそれぞれの利害関係人の利害を調整することが妥当な態度であらう。実際上も、第三者割当、とりわけ有利発行の場合の多くが、支配権争奪と並んで、前述した企業結合の一つの手段としての業務提携の前提ないしは裏付けのために行なわれているのであつて、ここに新株の有利発行を伴つた場合の業務提携についても再検討を加える必要性が出てくるのである。

(1) 田代有嗣『親子会社の法律』一頁。

(2) 各国の状況については田代・前掲書に詳し。

(3) 相互保有・親子関係と自己株式の取得、特別利害関係の問題が最も典型的なものであり、その他兼任取締役と競業禁止義務および自己取引についても問題とされることがある。

(4) 北沢正啓『株式会社所有・経営・支配』『現代法と企業』六二頁、河本一郎『現代会社法（新版）』二二頁。

(5) 持株会社となるための株式取得の禁止（独禁法九条二項、三項）、不公正な取引方法等による株式取得の禁止（同法一〇条）、金融会社の株式取得に関する特別の制限（同法一一条）。

(6) 田中誠二『全訂会社法詳論下巻』六八六頁、服部栄三『第三者の新株引受権に関する商法改正について』『企業会計』一九卷一号二頁、水田耕一『第三者割当と新株の発行価額』『商事法務』四七六号八頁、河本・前掲書二〇七頁。

(7) 割当自由の原則の制限的解釈から考察を加えるものとしては、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、服部・前掲論文（第三者の新株引受権に関する商法改正について）二二頁、田中・前掲書下巻六八六頁。

(8) 山一証券株式会社・同経済研究所『我が国企業の資金調達』一三頁、一〇九頁、三六三頁（資料）以下、極めて詳細な調査によると、第三者割当増資が有償増資総額に占める比率は、昭和二六年から四五年の間は五%未満、昭和四六、四七、四八年には大型増資があつたため五%から九%と若干高率を示したが、昭和五〇年以降は一%程度に落ち込んでいる。これは、昭和四八年五月に引受証券会社が、第三者割当増資は企業再建、企業提携等に限りて行なわれるべきであるとの統一見解を示したためと考えられる。

本稿の中心課題である有利発行についていえば、実際に総会の特別決議を経たものはわずかに一件存在したにすぎない。そのうち一件のみ（従業員功労のため）という極めて問題の多い理由を掲げているが、他の一〇件はいずれも業務提携のため、あるいは既に何らかの形態において密接な関係のある企業がより連携を深めるための有利発行である（二〇九頁以下に詳し）。ところで、問題は、右のように総会の特別決議を経た場合よりは、これを経ず

に、しかも相当低い価額で新株発行がなされる例が相当数存在するということがある。紛争にならない限り、統計上は現われてこないが、実際上は多く行なわれているところである。また、判例も、支配権争奪のために行なわれた第三者割当が有利発行になるかといった事件（大阪地裁堺支判昭和四八年一月二十九日判例時報七三二号八五頁、東京地決昭和五二年八月三〇日金融商事五三三三二頁）と並んで、業務提携の前提ないしは事付けのためになされた新株の発行が有利発行となるかといった事例が目立ってきている（東京地判昭和四七年四月二十七日判例時報六七九号七〇頁）。

## 二 問題の所在

かつて、私は、ソニー対アイワのケースについて、本稿において述べるような基本的立場からの判例批評を試みたことがあるが、そこにおける所感としては、企業結合を意図しているにもかかわらず、取締役会の決議のみで容易に、しかも相当低い価額で資本参加が達成されてしまうことに対して、株主があまりにも無力ではないかとの疑問であつた。これは現行商法の建て前からいえば致しかたのないことであつて、「株主以外ノ者ニ対シ特ニ有利ナル発行価額」を以つて新株を発行するのではないかぎり、商法二八〇条の第二項に規定する厳格な手続は必要とすることなく、通常の公募等と同様、取締役会の決議のみで足りるからである。しかしながら、逆にいえば、法が「株主以外ノ者ニ対シ特ニ有利ナル発行価額」という極めて曖昧な規定を置いていることによつて、かえつて解釈によつてはこの厳格な手続を要する場面をふやすことができるわけである。

ところで、現行商法上は、前述したように、企業結合について、合併、営業譲渡、経営委任、営業賃貸借、損益共通関係その他これに準ずる契約に特別決議を要するとしており、これらとの比較衡量において、企業結合を目的とした第三者割当の場合にも、株主側からの何らかの歯どめを必要とする。その必要とする理由は、次の二点にあると思われる。

まず、合併、営業譲渡については、企業が実質上結局一体となつてしまうということであるから、これと新株の第三者割当とは比較の対象とはならないが、経営委任、営業賃貸借、損益共通関係等と比較するとき、はたして株主の重大関心事

——自らが社員である会社の構造変革——としてどれ程の違いがあるか疑問である。それにもかかわらず、法によつて予定された企業結合形態の場合には、常に特別決議が要求され、しかも特別決議が有効要件とされているのに対し、法の予定しない企業結合形態の場合には、特別決議を経ないで済むことがあり、さらに、特別決議を要する場面においてこれを経ていると充分に企業結合が達成されてしまうというのでは、極めて不合理といふべきではあるまいか。しかも、株主にとつての重大関心事という観点からいへば、本稿に述べるような企業結合形態のほうが、資本参加を伴なうということから、より重視されて然るべきものであらう。

次に、株主側の歯どめを必要とする理由として挙げられるべきは、法人株主自体の中に存在する問題である。国民経済の見地から法人株主の増大に多くの問題があることは近時における経済法上あるいは証券取引法上の一つの課題であるが、これを離れても、対一般株主の関係で問題がある。というのは、会社が他会社の株式を取得する場合の多くは、企業系列化の意図を蔵しているものと見られるのであつて、このような需要資本に基づくことのない新株の発行は、調達された資本が、最大の収益を目的として投資されることを要しないことになる。<sup>(5)</sup> 自己の調達した資金が、企業者の最大努力によつて最大の収益を生み、そこからより多くの配当を得ようとする一般株主にとつては、全く異質の利害関係人が参加してくるといふ意味において、まぎれもなく重大関心事である。<sup>(6)</sup>

このように考えるとき、本来、企業結合を目的とした第三者割当に対しては、他の企業結合と同様、株主總會の特別決議事項とされるべきものと考えるが、現行法の建て前としては、株主に新株引受権を法定せず、第三者割当も当然認められると考えられているため、第三者割当（企業結合を生ずるような）すべてを規制することは不可能である。

そこで、いくつかの学説は、経済的利益という観点から規定された新株発行法制の欠陥を補なうために、割当自由の原則の制限的解釈を主張する。<sup>(7)</sup> しかし、この割当自由の原則の制限的解釈が機能しうるのは、支配権の争奪といった場面にほぼ

限られるのであつて、企業結合のための新株発行に關しては全く機能しえない。

このように、一方において、企業結合を目的とした第三者割当に対しては、本来特別決議事項とされるべきものであるのに、法の規定は欠けたままであり、他方において、法の欠陥を補うべき方法が全くないというのでは、あまりに不合理といふべきであらう。しかしながら、企業結合を目的とした第三者割当すべてを問題にすることは現行新株発行法制からは不可能であるが、現実に行なわれている企業結合のための新株発行が、相当低い価額であることを考慮すると、商法二八〇条の第二項の規定が極めて重大な意義を有することになる。

昭和四一年改正によつて、商法二八〇条の第二項は、専ら株主の經濟的利益を保護するための規定となつたわけであるが、立法論的に批判のなされているように、問題のある規定である。公開会社においては、支配的利益よりも經濟的利益が重視されるべきであるとの思想が、実務に押された改正の裏にはあつたものと思われるが、元來、必要とする理由を開示して有利発行を行なうということからすれば、発行会社と新株引受人との間には特定の關係の存在が認められるのであつて、たとえ通常の新株発行を業務執行に準ずる行為であると考へたとしても、有利発行の場合には、いわば組織的色彩を濃厚に帯有しているものと考察すべきである。従つて、本条が旧株主の經濟的利益の側面からのみ規定するという態度は妥当なものではなく、この点の立法上の不備を補正するように解釈すべきであらう。

このように考へてくると、組織法上の行為である企業結合について、二八〇条の第二項の規定を援用しうる理論的基礎が認められることになる。<sup>(9)</sup> しかも発行価額の面から多くの問題が提起され、また訴訟が提起されていることをみると、発行価額という經濟的利益の側面からこれを抑えることによつても、充分に企業結合のためにする新株の有利発行を、株主側からのチェックの場面に押し出すことができるわけである。実際上も、結合企業間には力關係の優劣があつて、それによつて発行価額もなるべく低いところで決定され、有利発行価額にならない限り、總會の特別決議を経ずに取締役会のみでこれを

なしうるということを知るならば、有利な発行価額となる場面を解釈によつて増大させることによつて、株主側からのチェックの場としての総会に付す場面も増大させうるのである。

したがつて、株主総会の特別決議を経る場面を多くするため、規定の解釈についても厳格な態度をもつて臨むことになる。しかも、従来より、株主の保護を基本的立場においた考え方から、厳格に解する主張がなされて<sup>(10)</sup>おり、私見もこうした傾向に賛同しながら、有利発行が支配権争奪と並んで企業結合のために行なわれることが多いという實際を考慮して、新たな側面より考察を加えるものである。

そしてまた、新株発行の効力の問題についても、一般には取引の安全を重視して、一旦新株発行がなされてしまえば瑕疵があつても有効であるとするが（有利発行でいえば、特別決議を欠く）、企業結合の場合にはこうした考え方が妥当するかは疑問である。合併等の企業結合が、会社の基礎を変更するものとして、株主にとつて重大な関心事であるからこそ特別決議事項とし、これなきときは無効であるとして他の取引行為とは解釈を異にしているように、企業結合をもたらす新株の有利発行という特殊性からすれば、これも単純に有効であるとする結論には到達しえない。

有利発行について、一般的な解釈論を展開することももちろん重大であるが、企業結合という特質に応じて解釈論をする必要があり、しかも、有利発行の多くの目的が企業結合にあるということを知るとき、このような見地からの考察こそ重大であろう。

- (1) 東京地判昭和四七年四月二七日判例時報六七九号七〇頁。事件の概略は、アイワ株式会社が、二〇〇万株の新株を一株七〇円の発行価額で発行し、全株をソニー株式会社が引受けたのであるが、発行価額を決定した取締役会決議の前日の市価は、優良企業との提携の見込を反映して一四五円であった。これに対して、株主から、著しく不公正な発行価額であるとして差額を請求したのに対し、新株の発行価額は企業の提携に影響されない時期の市場価額ないし企業の客観的価値を基準として適正に定められている限り、不公正な発行価額とはいえないと判示したものである。

- (2) 拙稿「企業提携のための第三者割当と新株発行価額（判例批評）」法研五〇巻一一号一一一頁以下。

- (3) 河本・前掲書三九七頁によれば、高度のカルテル契約がこれであり、田中誠二『全訂会社法詳論上巻』三九六頁によれば、会社が他人の計算において自己の営業を行なう契約（販売カルテル）がこれであるとされる。
- (4) 喜多川篤典『注釈会社法四巻』一五一頁、田代・前掲書四二四、四五五、五一二頁。
- (5) 坂本延夫『新株発行における株主の新株引受権と資本市場』私法三七号一九九頁。
- (6) 津田利治『新株引受権の正体』私法五号二六頁。三〇年改正前の論稿ではあるが、「第三者に新株引受権を与えるということは、会社の将来の資本系統を拘束し、会社及び株主にとって頗る重大事項であるから、取締役会の権限を制限しているわけであつて、それは営業譲渡、賃貸又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主旨である」とされる。これに同旨のものとして、高島正夫『新株の公募と株主保護』『会社法の諸問題』三七一頁。
- (7) 服部栄三『第三者の新株引受権に関する商法改正について』企業会計一九卷一号二頁、松岡誠之助『新株の有利発行について』商事法務六〇〇号二七頁、西原寛一『会社乗取りの法的考察』『株式会社法の法理論と実際』一九六頁。
- (8) 一の注(6)参照。
- (9) 注(6)参照。
- (10) 阪埜光男『新株引受権の法理』。株主の新株引受権法定化の立論のもとに、現行法上これが認められていないのであるから、株主保護という見地より厳格に解さねばならないとされる。

### 三 「特ニ有利ナル発行価額」について

企業結合と新株の有利発行をめぐる利害関係人の利害の調整（特に旧株主の利益保護）についての厳格な解釈態度は、まず「特ニ有利ナル発行価額」について考察する場面において重大に考慮されなくてはならない。<sup>(1)</sup> というのは、企業結合を株主側にとつて深刻な利害問題と考え、その手段が新株の有利発行によつて行なわれる場合には、なるべく株主総会の特別決議を経る場面を多くすることが妥当であらうと考えるからである。これは二つの方面より考察することを要するのであつて、一つは「特ニ」の意味であり、他は「特ニ有利ナル発行価額」の基準となるべき「公正ナル発行価額」についてである。

#### (一) 「特ニ」の意味について

商法二八〇条の第二項において總會の特別決議を必要とするのは、株主以外の者に対し「特ニ有利ナル発行価額ヲ以テ」新株を発行する場合である。そして、ある価額が有利な発行価額であるか否かは、それが公正な発行価額と対比して判断される問題である。従つて、基準とされる公正な発行価額とは何を意味するかが一つの重大な問題であるが、その前に「特ニ」の意味の把握の仕方いかんによつても總會の決議を要する場面に差が出てくるものと考えられる。

通説は、その発行価額と公正な価額との差が軽微な場合を除外する意味で「特ニ」とされているとする。その理由としては、単に「有利ナル発行価額」とすると、ある価額が總會の決議を要すべき場合に該当するか否かの判定が實際上困難であるから、解決のつかないこととなり、新株発行手続の円滑を害するおそれが出てくるためであるとする。<sup>(2)</sup>

これに対しては、私見とは異なる理由づけではあるが、阪埜教授、服部教授の主張される「特ニ」の意味についての特殊な見解が存在する。阪埜教授は、その株主の新株引受権の法定化という基本的立場のもとに、現行法の解釈にあつても株主保護を主眼として考察すべきであるとされ、第三者に有利発行することが「特ニ」にあたる場合であるとされる。<sup>(3)</sup> 服部教授も、昭和四一年改正後においても株主の支配的利益を含めた株主の利益保護という立場から、ほぼ同様に理解される。<sup>(4)</sup> 両教授の指摘は正当であつて、私見が企業結合という見地において、總會の特別決議を要する場面をなるべく多くしようとの趣旨から、通説と異なる態度をとるその根底の思想には、株主の経済的利益のみならず、広く株主の利益一般を考えていることと軌を一にするものである。

「公正ナル発行価額」、「有利ナル発行価額」、「特別ニ有利ナル発行価額」と概念上三つに分けられると思うが、このうち通説は、最後のもののみ總會の特別決議を要するとする。しかし、企業結合をめぐる株主の利害を考慮して總會の特別決議を経る場面を多くしようとする私見の立場からは、「公正ナル発行価額」を除いて、「有利ナル発行価額」、「特別ニ有利ナル発行価額」も共に、商法二八〇条の第二項の適用をうけることになる。従つて、「特ニ」の意味は、通説の考えるように発行価

額が特に有利であるということではなく、両教授の主張のとおり、第三者に有利な価額で発行することが、「特ニ」に該当するものなのである、ということになる。

さらに、通説は、単に有利な価額とすると、實際上判定が困難であるからとして、「特ニ有利ナル発行価額」という表現をとつたものであるとする。<sup>(6)</sup>この点は、右の少数説に対する批判というよりは、むしろ通説に内在する曖昧な把握から生ずてくるもののように思われる。問題は、公正な発行価額にあるのであつて、これを厳格に解し、また、明確な基準を提出することによつて、この点の多くは解決されるであらう。

## (二) 「有利ナル発行価額」の基準となる「公正ナル発行価額」について

「特ニ」の解釈と並んで、この「公正ナル発行価額」についても、企業結合という観点から再考を要するところである。一般には、極めて抽象的に、「一方において新株の株式数のほとんど全部を消化する見込みある額で、しかも他方において同時に、会社及び従来の株主のために公正な判断に基づき不利益でない価額」とか、「資金調達のための達成される限度で、旧株主にとり最も有利な価額」であるなどと主張されている。

ともに、確実な資金調達の達成と旧株主の財産的利益保護との調和点に公正価額を求めるものではあるが、前者は旧株主の保護に重点が置かれており、後者は資金調達に若干重点が置かれているとの差異が認められる。しかし、実質的には両者間にはほとんど差異は見られず、具体的な公正価額の判定にあつては、新株発行決定時の株価、株価の騰落の習性、資産状態、収益状態、発行済株式総数等の諸要因を考慮して判断するほかはないとされている。<sup>(9)</sup>そして、実際には、市場価格のある株式については市価の一〇%ないし一五%低い価額が基準となる公正発行価額であるとされ、<sup>(10)</sup>また市場価格のない株式については、純資産方式、収益還元方式、配当還元方式、類似業種比準方式のいずれかの方式を、新株発行の性質、規模、業界の動向等を考慮して決定すべきであるとされている。<sup>(11)</sup>

ところが、近時、市場価格ある株式については、右に述べた二通りの考え方に対して批判的な見解が生じてきている。一般的には、右に述べた二つの見解を一応対立するものとして扱っているが、この見解によれば、旧株主の利益と資金調達の実現の調和点に公正発行価額の基準を求めようとする点において、右の二つの見解は対立するものではないとするようである。そして、この見解は次のように主張する。つまり、従来の考え方が新株の消化可能性を考慮に入れて公正な発行価額を決定していることに疑問を抱き、株式の発行価額が公正か不公正かは、旧株主と新株引受人との間の利害の対立という観点からこれを判断すべきであつて、旧株主と同等の待遇をうけるためには、新株引受人は旧株主と同等の資本的寄与が必要であり、したがつて新株の引受人が出捐すべき額（発行価額）は旧株の株価に等しくなければ衡平の理念に反することになる。公正な発行価額とは、株価そのものであり、従来の見解が公正な発行価額算定の要因として挙げている内容の中から新株消化の可能性と新株発行数等の新株発行についての取締役会の決定が株価に影響を与える要因は、これを除外すべきであるとされる。<sup>(13)</sup>

こうした見解の主張が、授權資本制度の採用により取締役会に新株発行の権限が移譲され、資金調達の機動性を保障した反面、新株発行が旧株主の利害に重大な影響を及ぼすため、新株発行の公正を確保し、旧株主の利益保護を考慮して、商法二八〇条の第二項、同二八〇条の一〇、同二八〇条の一一等の規定を設けたのであるから、これらの規定は、専ら株主保護の立場から解釈すべきである<sup>(14)</sup>、とする点はほぼ私見の基本的考え方と方向を同じくするものであるが、だからといって公正発行価額の算定にあつては、全く資金調達の可能性という要因を除外してしまふ態度には、なお疑問が残る。公正発行価額の算定にあつては、もちろん旧株主と新株引受人との衡平が最も重大に考慮されるべきであらうと考えるが、そもそも公正発行価額とは通常新株を公募したと仮定して、それが引受けられる最高価額という意味なのであつて、公正発行価額が「公募をしたと仮定して」という前提なしに、独自に、旧株主と新株引受人との衡平という問題からのみ判断される性質を

もつとは考えられない。しかも、こうした見解によれば、時価そのものが公正発行価額であるとするのであるから、公正発行価額に基づいて行なわれる通常の新株発行は、ほとんど実行不可能であるとの結果にもなりかねない。<sup>(16)</sup>

このように考えると、依然として従来からの見解に妥当性があるように思われるが、ただ注意すべきは、田中誠二教授の主張の通り、資金調達という会社の利益が過大に評価され、株主の利益を過小評価することは許されないのであつて、新株の完全消化のためには株主にとり不利な価額でも差支えないとすることは認められないのである。<sup>(17)</sup>

(1) 市場価格ある株式について

前述したように、ほとんどの学説は、市価の一〇%ないし一五%低いところを基準に公正な発行価額を求めるが、これは市価と企業の客観的価値から算定された株式の実価とがほぼ一致している場合のことであつて、この前提がくずれた場合、すなわち市価と企業の客観的価値から算定された株式の実価とが大幅に乖離するような場合には、企業の客観的価値から算定された株式の実価に公正発行価額の基準を求めようとする。<sup>(18)</sup>つまり、通常、企業提携等が行なわれるとのうわさがたつと、それにより市価が急上昇するが、このように市価と株式の実価とが乖離した場合の特別の配慮、基準のとり方である。なるほど、通常は市価が企業の客観的価値から算定された株式の実価を反映しているから、市価を基準に公正発行価額を判断して差支えなく、一度、市価がこれを反映することなく他の要因によつて影響されるときは、本則たる企業の客観的価値から算定された株式の実価にその基準を求めざるをえないとする主張は理解しうる。<sup>(19)</sup>

しかし、市場価格ある株式の有する経済的価値は会社に対して有する持分だけであろうか。右のような考え方は、旧株主が会社に対して有していた持分(株式の実価)の価値を維持することが旧株主の保護になるとするが、市場価値自体の維持も市場価格ある株式の所有者である旧株主にとつては、極めて重大な利害関係を有する。<sup>(20)</sup>元来、株式には自由譲渡性があり、利益配当を受ける利益とともに、譲渡することにより得られる利益——投機利益といつたものが保障されているともいふ

る。そのうえ、本来証券取引を目的として上場された市場価格ある株式については、一層この投機利益、換言すれば交換価値自体の維持も旧株主にとつては重大であるといわなくてはならない。

このように考えてくると、新株の公正な発行価額とは、従来の考え方のように、企業の客観的価値から算定された株式の実価を基準として判定される（市価を基準としているが、それは株式の実価を反映しているからであつて、いわば判定の便宜のために市価を持ち出している）ものではなく、常に、市場価格を基準として判定すべきであつて、市場価格が企業の客観的価値を反映していないものであつても何らかわるものではない。

そして、このように考えることの正当性は、市場価格と企業の客観的価値から算定された株式の実価とが大幅に乖離する最も典型的な例として、企業結合を目的とした新株の有利発行の場合における旧株主と新株引受人たる資本参加企業の利害の対立といった観点からの考察によつて一層明らかになる。

そもそも、企業結合を目的とした新株の有利発行の場合には、資本参加する企業にとつては、新株の引受によつて直接得ることのできる経済的利益が主たる目的ではなく、これを手段として企業合同を図らうとするものである。新株引受そのものから生ずる利益よりは、もつぱらそのことを契機とした企業結合に対して多くの配慮がなされるものと考えられる。このように考えてくると、新株の発行価額の決定、さらに有利発行する場合における公正な発行価額の採り方においても、旧株主の利益を中心に考えれば足るように思われる。例えば、提携という例をとつたとしても、提携それ自体により相当の対価を得ることができるのであり、右のような判断基準（市場価格を基準として公正発行価額を求める）を採つたとしても、何ら不公平になる事情は存在しないであらう。

さらに、企業結合を目的とした新株の有利発行の場合には、発行価額の公正さの確保という点からも問題がある。というのは、一般の公募等の場合には、取締役会が、時価と募集消化の可能性とを考慮しながら、なるべく株主にとつて不利益とな

らない時価に近いところで発行価額を決定するが、それは引受人との予めなされる合意などが必要としない取締役会の一方的な決定であることにおいて発行価額の公正さが保障されている。これに対して、企業結合を目的とした新株の有利発行の場合には、予め当該企業との話し合いを行ない、その合意に基づいて取締役会が発行価額を決定するという方法をとるため、力関係に押されて株主にとつて不利益の方向において発行価額が決定されるおそれがある<sup>(22)</sup>。

このような点を考慮するとき、企業結合を目的とした新株発行の場合、発行価額が有利な発行価額か否かの判断にあつては、取締役会の新株発行決定時の市場価格を基準に求められた公正発行価額から検討すべきであつて、そのため新株引受人たる資本参加企業にとつて不利益となる事情は一切存在しない。このようにして、一般論としても、公正な発行価額をより高いところに求めることによつて、総会の特別決議を要する場面をより多くして株主の保護を図るとともに、企業結合のためにする新株の有利発行の場合のように、市場価格と株式の実価とが大幅に乖離するような場合にも、従来の考え方のように株式の実価に公正発行価額の基準を求めるのではなく、市場価格に公正発行価額の基準を求めることによつて旧株主の保護を図る態度が妥当なように思われる<sup>(23)(24)</sup>。しかも、企業結合の場合には、発行価額の決定にも不公平さが潜んでいることなどからすると、右のように解することこそ合理的なように思われる<sup>(25)</sup>。

## (2) 市場価格のない株式

前述したように、市場価格のない株式の評価については、一般に、純資産方式、収益還元方式、配当還元方式、類似業種比準方式の四方式が考えられており<sup>(26)</sup>、このうちいずれの方式をとるかは、新株発行の性質、規模、業界の動向を考慮して決定されるものとしている。さらに評価する目的（本稿でいえば、その目的は商法二八〇条の第二項の「特ニ有利ナル発行価額」の判定）を充分配慮すべきものとされる。

しかし、純資産方式は、新株の発行が継続的企業を前提としている以上不適当とされる。それは、純資産方式は、株式が

会社資産に対する持分である面を強調するものであるから、解散直前の会社、零細規模の会社以外には妥当しないからである。また、類似業種比準方式も、類似業種の判定が困難であり、ことに取引相場のない株式を取引相場のある株式と同視する点で問題である。収益還元方式も、一株あたりの株式の収益力を意味しないから、会社の経営に対する支配権を有しない株主の株式の評価には適当でない。結局、残る方式は配当還元方式ということになるが、これについても、支配株式の補強的役割を果すような場合には妥当でないとの批判がなされ、配当のみを期待する株主について妥当する方式ということになる。いずれも、それぞれ難点を含んでおり、しかも市場価格のない株式の公正発行価額の判定は極めて専門技術的な色彩が強いため、一概にいずれの方式が妥当であるとはいえない。ただ、言いうることは、このような閉鎖的株式会社の場合には、株主は公開会社の株主以上に支配関係上の利益を有するのであつて、したがつて通常の新株発行の方式は株主割当によることになる。しかし、この点は制度上予定されていないのであり、それだからこそ、第三者割当の方法によつて支配権を廻る紛争が生じているのである。<sup>(29)</sup> 閉鎖的株式会社の場合、その閉鎖性のゆえに支配関係上の利益も本来守られるべきであり、この点は差止請求権によつて一応担保はされているが、差止を無視した場合にも無効原因とはならないとするのが一般的な考え方であるため、なお不十分である。

閉鎖的株式会社については、その特質に応じた立法がなされるべきであると考え、立法に至るまでの法の不備を補なう意味において、ここにおいても、有利発行価額として株主總會の承認を要する場面を広く認めるべく、公正発行価額の基準をなるべく高いところに求める必要があると考える。<sup>(30)</sup> そして、このことは、企業結合のために有利発行をする場合の旧株主の利益といった観点からも同様に考えうることにならう。実際上は、市場価格のない株式を発行している会社が、結合を求め、あるいは求められるようなことがあるかどうかはなほだ疑問であり、企業結合をとり上げた場合にはさほど重視される必要がないであらう。

(1) 富山康吉「第三者の新株引受権と有利発行」立命館法学四五号七八六頁以下。旧法上の論稿ではあるが、教授は、元來第三者割当の場合こそ公正発行価額の原則が貫徹されるべきであるのに、総会の決議によつてもこの原則を崩しうるといふ立法は妥当でない(七九五頁)。従つて、あえて決議で認めうるとしたのは例外規定といふ極めて重大な問題なのであるから、第三者の新株引受権に関する法の解釈、適用は厳格にすべきであるとされる(七九三、七九二頁)。極めて妥当な所論であつて、株主の新株引受権を肯定する法制のもとでは発行価額の公正は重視される必要はないが、現行法のように、これが法定されていない法制においてこそ、公正発行価額の原則は貫徹されるべきであつて、有利発行といふ例外の場合には法の解釈、適用は厳格にすべきである。

堀口亘「第三者に対する新株の発行価額が、『特ニ有利ナル発行価額』または『著シク不公正ナル発行価額』とはいえない」とされた事例(判例批評)判例評論一七四号一四三頁。若干異なつた見地から公正発行価額の要請を主張される。その主旨は、総会の権限を限定しながら、必ずしも明確でない「特ニ有利ナル発行価額」での第三者に対する新株発行に特別決議を要するとしているのは、適切な立法ではない。それだからこそ、なるべく株主以外の者に新株を発行しないように、またこれをするとしてもできるだけ公正な価額でせよとされる。この先の議論は明らかにされていないが、有利発行を例外視される右の主張からすれば、富山教授と同様厳格に解されることになるであらう。

(2) 石井昭久『会社法下巻』一六頁、田中・前掲書下巻六八二頁、大森忠夫『注釈会社法 五巻』五三三頁、堀口・前掲批評一四四頁。

(3) 阪埜・前掲書二〇二頁以下、注(1)と関連して、阪埜教授も、商法二八〇条の第二項は公正発行価額の原則に対する例外規定であるから、「特ニ」の解釈についても厳格にせよと主張される。但し、阪埜教授は、後述するように(注(13)及び(16))公正発行価額とは市価そのものであるとされるに至つたため、「特ニ」の意味についても改説されるものと思われる。

(4) 服部・前掲論文(第三者の新株引受権に関する商法改正について)二二頁。

(5) 服部・前掲論文(第三者の新株引受権に関する商法改正について)二二頁。

(6) 大森・前掲書五三頁、田中・前掲書下巻六八二頁、石井・前掲書下巻一六頁。

(7) 田中・前掲書下巻六八二頁、坂本延夫「著しく不公正なる発行価額に当たらないとして新株の引受人の差額支払義務を否定した事例(判例批評)」金融商事三四五号四頁。

(8) 高島正夫「新株引受権と有利発行」『会社法の諸問題』四〇五頁、大森・前掲書五八頁、竹中正明「公募株式の発行価額」証券商品取引判例百選二〇五頁。この見解の代表的主張者である高島教授によれば、「旧株の市価の値下がりが見越される場合などを考えてみると、むしろ反対に、新株の消化可能性を基礎として公正な発行価額を決定するのが妥当のように思われる」とされる。しかし、このように考えて、新株の完全消化が可能な最高限度であるとする、極端な場合には、新株の完全消化のためには、いかなる発行価額でも株主は耐えねばならないという結果にもなりかねず(坂本・前掲批評四頁)、また、昭和二五年改正以前のように、増資の効力発生要件として全株の引受払込が要求されているのと異なり、現行法上は、引受払込のあつた部分についてのみで資金調達が達成されるのであるから、完全消化をそれはと重視する必要はないとも考えられる。また、授權資本制度が採用され、資金調達の手續が簡易化されたからといって、なぜ既存株主の利益保護にまで優先させなくてはならないのが疑問である。

なお、東京高判昭和四六年一月二日判例時報六二二号一〇三頁。

(9) 高鳥正夫「新株の公募と株主保護」『会社法の諸問題』三六四頁、大森・前掲書五二頁、山崎輝彦「公募価格の決定について」商事法務二二五号二頁。

(10) 高鳥・前掲論文(新株の公募と株主保護)三六四頁、田中・前掲書下卷六八二頁、石井・前掲書下卷一七頁。判例としては、東京地判昭和二八年二月三日下民四卷二二五三頁。

(11) 田中・前掲書下卷六八五頁、酒巻・前掲書一八九頁注二、福岡博之「非上場・非店頭株式の時価の算定」証券商品取引判例百選二〇七頁、河本一郎「非上場株で店頭取引もされていない株式の買取価格の算定方法」商事法務五五六号二二頁。判例としては、大阪地裁岸和田支判昭和四七年四月一九日判例時報六九一号七四頁。

(12) 堀口・前掲批評一四三頁、坂本・前掲批評四頁。

(13) 阪埜光男「非上場会社における第三者割当と新株の発行価額等」金融商事五四三号四七、四八頁、森本滋「企業提携のためになされた第三者割当の新株発行価額が、その取締役会決議の時の市場価額の半額以下であっても、著しく不公正な発行価額とはいえない」とされた事例(判例批評)「ジュリス」ト五八四号一四六頁、伊沢和平「横河電機買収引受事件」昭和五〇年度重要判例解説八三頁。

(14) 森本・前掲批評一四六頁、伊沢・前掲批評八三頁。

(15) 田中・前掲書下卷六八二頁、服部栄三「新版会社法」一一七頁。

(16) 注(13)にあげた見解のうち、森本助教教授の見解は若干幅があるようであるが、阪埜教授、伊沢講師の見解は、市価≠公正発行価額であるとされる。

阪埜教授は、前掲判例批評から従来の立場(公正発行価額、「特ニ」の意味)を変更されたものと思われる(『新株引受権の法理』一九六頁参照)。

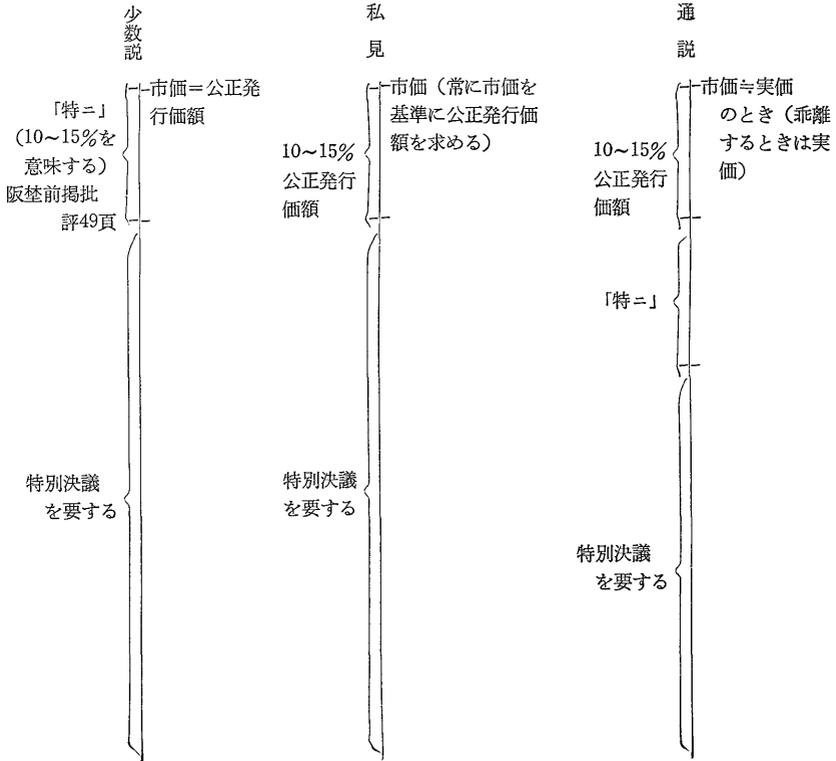
(17) 田中・前掲書下卷六八二頁。

(18) 東京地判昭和四七年四月二七日判例時報六七九号七〇頁。

(19) 学説ではこれを明言したものは見あたらない。しかし、市価は一つの目安にしかすぎない(もちろん市価があり、一応企業の客観的価値を反映している限り)とする一般的な考え方によれば、これがあてにならない場合には企業の客観的価値へ戻って考えるということになる。

(20) 森本・前掲批評一四六頁。

(21) 有利な発行価額に該当するか否か、従つて総会の決議を要するか否かについては、おそらく注(13)に掲げた見解とはほぼ同様になるものと思われる。



(22) 水田・前掲論文八頁。

(23) 坂本・前掲批評五頁では、株価が特別の理由によつて、株式の実価を反映していないからといつて、直ちに株式の市場価値を無視してはならないとされる。

(24) 堀口・前掲批評一四六頁では、この点について反対される。その理由は、もしうわさによる上昇分まで加味して価額を決定すると、引受には応じてくれないであろうし、新株発行会社も業務提携によつて有形無形の利益をうけることになるから、上昇分は考慮しなくてもよいことであるとされる。しかし、くり返し述べているように企業結合という観点からは納得しえないし、また業務提携によつて発行会社も有形無形の利益を受けているからとするが、個々の旧株主の利益を度外視しうるほどのものか疑問である。

(25) 拙稿(判例批評)法研五〇巻一頁以下。

(26) 大森・前掲書五二頁、五三頁、福岡・前掲論文二〇七頁。

(27) 河本・前掲批評二二頁、酒巻・前掲書一八九頁。

(28) 吉野俊一郎「新株発行に於ける『特に有利な発行価額』に関する一考察」中央大大学院研究年報四号九頁。

(29) 大阪地裁堺支判昭和四八年一月二九日判例時報七三二号八五頁、東京地決昭和五二年八月三〇日金融商事五三三号二二頁。

(30) 酒巻・前掲書一八一頁以下、栗山徳子「閉鎖的株式会社における新株の発行と株主保護」立正法学九卷三、四合併号八九頁以下。

#### 四 新株発行の差止と無効

##### (一) 差止について

商法二八〇条の一〇は、法令又は定款に違反し、あるいは不公正な方法による新株発行であつて、株主が不利益を受けるおそれのある場合に当該新株発行を差止しうる旨規定している。この規定の解釈については種々の観点から議論がなされ、特に会社支配と不正発行として問題とされることが多いが、本稿では企業結合という問題意識からこれを取り上げる。

一般には、第三者に対しとくに有利な発行価額で新株を発行するに際し、商法二八〇条の二第二項の株主総会の特別決議を経ていない場合には、法令違反として差止の対象となるわけであるが、この点で問題となるのは、特別決議を経た場合であつても、新株発行差止の対象となることは全く考えられないかということである。現行商法の下では、多くの見解は、総

会の特別決議で第三者に対しとくに有利な発行価額で発行する必要を認められた以上、その発行価額は不公正なものとはいえないと解しているが、<sup>(2)</sup> 服部教授はこのような考え方に対して、総会の決議にも制限があるとの前提に立たれ、次のように主張される。「すなわち、新株を第三者に割当てて、しかも有利な価額で割当てることについては、当然そこに合理的な理由(商二八〇条ノ二第二項後段参照)、換言すれば、株主の財産関係上および支配関係上の利益に優先すべき理由が存在しなければならず、この理由の限度でのみ有利発行または総会の決議は認められるに止まるのである。従つて、この限度を超えれば、たとえ総会の決議があつても、それは議決権の濫用であり、不公正発行となるものと認めなければならない。総会の決議といえども、決議に反対または参加しない株主の利益を無制的に侵しえないといふべきである」と。<sup>(3)</sup>

旧法上においては、このような議論が確かに存在したが、<sup>(4)</sup> 現行法上は立法的に解決されたものと考えられているため、服部教授の右の主張のほかはほとんどこの点に関する議論は存在しない。<sup>(5)</sup> 思うに、この問題は商法二八〇条の二第二項の「必要トスル理由」の把握いかに関わる。多くの見解が、総会が有利な発行価額を承認したのであるから、たとえそれがどんなに有利であつても不公正発行とはならないとするが、その根拠は開示される理由が別段合理的である必要はないと考えるためである。<sup>(6)</sup> これに対して、有利発行を極めて例外的事象と把握する服部教授は、客観的合理的な理由ある場合に限つて、有利発行を認められ、それ以外の場合には不公正発行として差止の対象となるとされるのである。極めて妥当な方向であろうと考えるが、差止の根拠として不公正発行をもち出すことに対しては異論なしとしない。これは、教授が「必要トスル理由」について合理的な理由でなければならぬとする立場に立ちながらも、総会決議取消原因とはならず、取締役の義務違反に止まるとする特異な考え方をされる点にあるのであつて、<sup>(7)</sup> 私見のように合理的理由でなければならず、また合理的理由を開示しない場合には法令違反として決議取消原因となると考えると、このような場合には、法令違反として差止の対象となるわけである。いづれにしても、有利発行の例外性、特殊性を考えた場合、企業結合のためといつた合理的理由のない限り、

本来これをなしえず、仮りに総会決議で承認したとしても、差止の対象となると解するのが妥当である。

この新株発行差止請求権は、アメリカ法上の injunction を基礎に認められた制度であつて、総会の多数決の濫用から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。<sup>(8)</sup> もちろん、総会においてある特定の事項が決議されれば、反対株主も無議決権株主も、その決議に服することは多数決原則を採用している商法の建て前からは当然であるが、そもそも総会の多数決があるからといつて決議に反対または無議決権株主の利益を無制約的に侵しようとすることは妥当でない。合理的理由がある場合に限り、総会の決議も認められるのであつて、理由が客観的にみて合理的なものといえない場合には、たとえ総会の決議があつても、反対株主あるいは無議決権株主が不利益を受けるおそれがあれば、当該株主には新株発行差止請求権を認めるべきである。

これと関連して、差止請求を無視した場合の新株発行の効力について若干の考察を加える。一般には、他に無効原因のない限り、新株発行無効の訴(商法二八〇条の一五)の原因とはならないとされている。そして、その理由として、差止の仮処分は当事者間での効力しかなく、<sup>(9)</sup> また、本条の差止によつて保護される株主の個人的利益は、広く新株を取得する第三者の利益を無視できるものではないからと説かれている。<sup>(10)</sup> 判例も同様の趣旨から、取引の安全を重視して無効原因とはならないと解している。<sup>(11)</sup>

しかし、これに対しては差止請求権の趣旨から、また企業結合のための新株の有利発行という特殊性からも大いに疑問がある。まず、差止請求権の趣旨からの疑問というのは、無効原因とはならないとする見解に従つた場合、わざわざ法が差止請求権一つの権利として認めた趣旨が没却されてしまうのではないかということである。差止に違反して新株を発行しても、取締役の責任が問題となるだけであつて、その効力に影響がないとすると、取締役の責任は差止請求の有無にかかわらず認められるから、差止請求の意味が全く失われてしまうわけである。<sup>(12)</sup>

次に、企業結合のための新株の有利発行という特殊性からの批判というのは、株主の個人的利益は広く新株を取得する第三者の利益を無視できるものではないとして、取引の安全を重視させる通説の主張についてである。この点、次の「無効」ところで詳述するため、ここでは概略を述べるにとどめるが、企業結合のための有利発行の場合には、そもそも取引の安全というものを特に考慮する必要はない。発行された新株が転々流通することは考えられず、また、新株を引受けた会社も企業結合によつて利益を得るのであるから、保護されるべきは既存の株主である<sup>(13)</sup>。さらに、取引の安全に関連して、差止の仮処分は当事者間での効力しかもたないからと主張されているが、企業結合の前提ないしは裏付けのためになされるような場合にも、はたしてそのように言えるであろうか。有利発行をうける第三者は、発行会社と一つのコンツェルン利益を媒介として結びついており、あたかも会社側の者として、既存の株主にとつては相對する当事者のような観さえ呈するものである。

このように考えるとき、差止請求権に関して生ずる種々の問題も、企業結合のためにする有利発行の場合には、既存の株主の利益保護という観点から考察すれば足るのであつて、これにより始めて妥当な解釈も得られるように思われる。

## (二) 無効について

株主以外の者に対しとくに有利な発行価額により新株を発行する場合には、商法二八〇条の二第二項により總會の特別決議を要するのであり、既に述べたように、この決議を経ずに有利発行することは法令違反となり、新株発行の効力発生前であれば株主は新株発行差止請求権を行使しうる。これに対して、株主總會の特別決議なくして（あるいはその決議が無効でありもしくは取り消された場合）新株が有利発行されてしまつた場合の新株発行の効力については争いのあるところである。

多数説は取引の安全を重視し、あるいは新株主及び第三者の保護を目的とする法的安定の見地から、無効原因をなるべく少なくしようとし、右のような場合も無効原因とはならないとする。<sup>(14)</sup> その積極的な理由づけとしては、新株発行の権限は

最初から取締役会にあり、有利発行の特別決議が無効でありあるいは取り消されたとしても、それは新株の有利発行を受ける第三者の権利が否定されるにすぎず、従つて新株発行は完全に有効であるとする。また、旧法当時の判例ではあるが、最高裁は「新株発行は業務執行に準ずる性格のものであること、ならびに事前の差止請求権や不公正価額で株式を引受けた者の責任追求手段といった他の救済手段があること」などから無効原因とはならないとしていた。

しかし、第三者に対する新株の有利発行については、取締役会は完全な発行権限を有さず、株主総会のこれに関する特別決議を条件として新株の有利発行をなしうるにすぎないのであるから、多数説のように考えることは不当である。有利発行は、いわば新株発行の例外的形態であるとして、特別の理由あるときに限り、総会の承認決議を経てなされるものであるとされている以上、これを重視し、これあることによつて始めて第三者に対する新株発行が有効になるものと思われ<sup>(16)</sup>る。

しかも、法文上、特別決議は「定款ニ之ニ関スル定アルトキト雖モ」必要な手続であつて、定款以上に重視されているのとみなくてはならない。そもそも、新株発行を一般の業務執行とは考えず、会社の人的、物的組織の拡大であると考える私見においては、その慎重な手続を単なる対内的要件とはみることができない<sup>(17)</sup>。新株発行を単なる業務執行と同様であると考える多数説、判例によれば、取締役会の決議なく代表取締役が勝手に新株を発行してしまつた場合にも有効であるとするが、この論法をもつてすれば、有利発行の場合に総会の決議を経ず、また取締役会にもかけず勝手に代表取締役が有利発行した場合にも、一旦新株が発行されてしまえば有効であるということにもなりかねない。授權資本制度の採用により通常の新株発行については取締役会の決議事項とし、有利発行の場合には昭和二五年改正前の資本増加と同様特別決議事項としているが、これを多数説、判例のように考えると、有利発行の権限までも代表取締役にあるということになつてしまひ、いわばその権限を二段階引きおろすことにもなる。特別決議事項とした意義は全く失われてしまうのであつて納得しうるものではない<sup>(18)</sup>。

この点、基本的には第三者に対する有利発行につき無効説に立ちながらも、商法二八〇条の三の二が新設された昭和四一年以後はこの規定に特別の意味があると見る見解がある<sup>19)</sup>。この見解によれば、総会の決議が全くなかつた場合と、決議はあつたが後にそれが取り消された場合とに分け、前者は無効原因を有することもありうるが、後者は無効原因を有しないとす。つまり、前者では承認決議もなく、かつ、新株発行に関する商法二八〇条の三の二の通知又は公告もないときは、この二八〇条の三の二違反として無効原因を有することになるが、後者の場合は、ともかく総会招集通知がなされているから、それによつて商法二八〇条の三の二の通知があつたことになり、同条違反とはならず、従つて無効原因は存しないとす。しかし、前述したように、法が授權資本制度を採用しながらあえて有利発行の場合には特別決議を要するとして慎重な手続を規定した趣旨を考えると、総会の決議に特別の意味が含まれているものと解するのが当然であつて、決議に何らかの瑕疵ある限り、新株発行もそれなりの影響を受けるものと解さざるをえない。

さらに、第三者への有利発行に内在する理由からも、これらの見解は採用しえない。というのは、第三者に新株を有利発行する場面は、その前提として、法文上も合理的理由の開示を要求しているように、会社と当該第三者との間には何らかの特殊な事情が存在し、そこに有利価額で発行し、引受ける積極的な理由があるからである。本来、その株式が転々流通する場面などは考えていないはずである<sup>20)</sup>（公正発行価額の原則があるにもかかわらず、第三者への有利発行を認めることは、決して、第三者に単に経済的に利得させることだけの趣旨ではあるまい）。このように考えるとき、取引の安全を重大な考慮に加えた有効説はその基礎を失なう<sup>21)</sup>。

しかもこのことは、企業結合という場面においてはより一層明らかになる。たとえ百歩譲つて、一般的に総会の特別決議を経ない有利発行も無効原因とはならないとする通説に従うとしても、企業結合のためにする有利発行という場合までも取引の安全を重視するという基本的立場に立つて、一律に有効とするのであろうか。この点、最近の判例、学説においては、

総会の決議を経ない場合に関してではないが、取締役会の承認なく勝手に代表取締役が新株を発行してしまつた場合について、大變な進歩がみられる。授權資本制度の採用によつて新株発行が取締役会決議事項となつた結果、新株発行は業務執行に準ずるもの、あるいは取引法的行為に類似したものとなり、取締役会の決議は会社の内部的な意思決定にすぎないといふべく、取締役会の決議を欠く新株発行も有効であるとするのが通説であるが、この通説の基本的立場に立ちながら、特に閉鎖的会社の場合であり、新株引受人が代表取締役と何らかの関係にある者（例えば同族会社）であり、発行後数ヶ月以内に譲渡されていないなどの要件があるときは無効原因があると解して差支えないとする見解である<sup>(23)</sup>。

有効説からのこうした分派の傾向は、雄弁に、一律に有効説は採りえないことを物語つてゐる。取締役会の決議なく代表取締役が勝手に新株を発行した場合の新株発行の効力については、既に、私見としては判例批評<sup>(24)</sup>において、新株発行の性質自体から——つまり、資本充実原則・債権者保護という会社法上極めて重大な意義を有する資本増加という効果をもたらす点、また、新株引受人を社員たらしめ、このことは議決権を通じて会社の支配、運営につかせることであるから、代表取締役の恣意を極力抑えるため取締役会決議は不可欠である点等から、また、代表取締役と取締役会の権限分配の関係——つまり、新株発行の重大性からみると、取締役会決議と代表取締役の実行行為とがあい合してはじめて決議が目的とする効果を発しうると考えるべきである等の理由から、無効説<sup>(25)</sup>を採ることを明らかにしているので再言することを避けるが、有効説のこのような傾向は、株主総会の決議なく有利発行された場合にもおそらく及んでくるのであつて、無効説からすれば歓迎すべき分派の傾向であらう。

有利発行の場合には、そもそも新株が引受人から他へ移転される可能性は殆んど考えられず、前述した最近の判例、学説に従つたとしても、取引の安全は考慮の枠外のことであるとの結論に到達するであらう<sup>(26)</sup>。企業結合のために有利発行がなされる場合には、企業結合そのものが新株の有利発行を受けた目的であるため、これが第三者に即座に移転されてしまうこと

などは全く考えられないことである。

さらに、企業結合のためにする新株の有利発行の場合の特別決議に関して一言すれば、合併、営業譲渡等の他の企業結合の場合における特別決議と対比しても、これを有効要件と解することが妥当である。合併、営業譲渡等において、特別決議が要求されており、これが企業結合のための有効要件とされることに異論は<sup>(27)</sup>なく、結果として右と同様の企業結合状態を生ずるような新株の有利発行についても、おそらく同じように考えうるであろう。

要するに、企業結合のためにする新株の有利発行に際して、商法二八〇条の二第二項に要求されている総会の特別決議を欠くことは、有利発行という事柄の性質上、また企業結合という事柄の性質上、取引の安全は全く考慮する必要はないので無効原因となると解して差支えなく、また純理論的にみても、総会の特別決議は、有利発行という事柄の性質上、また企業結合という事柄の性質上、有効要件と解さざるをえないであろう。

(1) 服部栄三「支配の争奪と新株の発行」商事法務二八七号二頁、同「新株発行と会社支配」企業法研究一〇周年記念三九頁、酒巻・前掲書一八一頁、

栗山徳子「閉鎖的株式会社における新株の発行と株主保護」立正法学九卷三、四合併号八九頁。

(2) 味村治「商法の一部を改正する法律の解説」法曹時報一八卷一〇号一〇五頁、石井・大隅・鈴木「商法の一部改正」ジュリスト三四八号四六、四七頁(大隅発言)、富山康吉「新株引受権」『株式会社法講座四卷』一二七頁、堀口・前掲批評一四四、一四五頁、近藤弘二「注釈会社法 五卷」一七八頁。

(3) 服部・前掲論文三二頁。

(4) 高鳥・前掲論文(新株引受権と有利発行)四〇七、四〇八頁では、総会で決議すれば、個々の株主が会社財産に対して有する割合的地位を圧縮できるものであろうか、あるいは、その会社で無議決権株が発行されていれば、その無議決権株主の立場をどのように理解するものであろうか、と疑問を投げられる。さらに、資本減少の場合には、実質的には会社財産に対する株主の割合的地位を圧縮するものではないので、この点で大きな差があるとされ、著しく不公正な価額で新株を割当るということは、本来総会の多数決では決定できないものであると主張される。

(5) 阪登・前掲書二〇三、二〇四頁のみがこの点を指摘されている。

(6) 「必要とする理由」が合理的な理由であることを要するか否かという、敢格説、寛大説の対立については後述する。

(7) 服部栄三「新株発行と会社支配」企業法研究一〇周年記念論文集六六頁。

(8) 阪壱・前掲書二〇三、二〇四頁。

(9) 坂井芳雄「新株発行の差止および取締役に対する行為の差止の仮処分」『村松選磨記念・仮処分の研究下』二二三頁。

(10) 石井・前掲書下巻五八頁、北沢正啓「株主の代表訴訟と差止権」『株式会社法講座三卷』一一七四頁、近藤・前掲書一八六頁。

(11) 東京高判昭和三年九月一日高民一巻八号四九七頁、福岡高判昭和七年五月二二日判例時報六七四号九十九頁。

(12) 但し、差止請求の方法によつて、少数説は見解が分れる。差止請求の方法を問わないものとしては、大隅・大森『逐条改正会社法解説』三七八、三七九頁、差止仮処分または差止判決に違反した場合のみ無効原因とするものとして、田中・前掲書下巻七二七頁、大隅健一郎『会社法論』中、三四七頁、差止判決違反のみに限るものとして、野津務『新会社法概論』二七七頁。

(13) 森本・前掲批評一四六頁。

(14) 石井他「商法改正法案の問題点」ジュリスト八五号二五頁（石井・大隅・大森・鈴木各教授の発言）、鈴木竹雄「改正法上の新株引受権」法協七二巻六号五九五頁、米津昭子「株主及び株主以外の者の新株引受権」法研二九巻一〇号四四頁、松岡誠之助「新株の有利発行について」商事法務六〇〇号二九頁。

(15) 最判昭和四〇年一〇月八日最高民集一九巻七号一七四五頁。改正後は、理由を明らかにしてはいないが、最判昭和四〇年一〇月八日の当判例を引用して同一の結論に到達する（最判昭和四六年七月一六日金融商事二七号七頁）。

(16) 西原寛一「株主総会決議取消の訴の係属中訴の利益を欠くに至つたと認められた事例（判例批評）」民商四七巻二号三〇六頁、服部栄三「取締役会の決議なしに招集した株主総会で第三者に新株引受権を与えて行なつた新株発行の効力」商法演習三巻七七頁、同・前掲論文（新株発行と会社支配）五四頁。

(17) 大隅健一郎「新株引受権を株主以外の者に付与することについて株主総会の特別決議を経ない新株発行の効力」民商五四巻五号七〇三頁、前田庸「瑕疵ある取締役会決議にもつく新株の発行」会社判例百選（新版）一七四頁。理論的に割り切れることは困難であり、会社ないし株主の利益と第三者の利益の利益衡量の問題とされる。しかし、これは前提として有効説に立たれるからであつて、私見のように新株発行を位置づけるかぎり理論的にも可能である。

(18) 清水新「改訂会社法」一七九頁によれば、取引の安全保障を最大限重視するとしても、株主総会や取締役会の決定は、代表取締役が具体的な行為をなす場合における単なる動機ではなく、効果意思であること、また、株主総会および取締役会の決議に基づいて代表取締役が業務を処理することは、強行規定によつて定められている制度であることなどの理由を挙げられ、みだりにその制限規定を緩和すべきでないと主張される。

(19) 田中・前掲書下巻六九五頁以下。

(20) 服部栄三「支配の争奪と新株の発行」商事法務二八七号九頁、商法二八〇条の二第二項違反のような場合には、その違反によつて発行された新株が善意の第三者に移転されることは殆んどないから取引の安全が害されるということもないとされる。

(21) 菱田政宏「新株発行と瑕疵」『商事法の諸問題（石井追悼論集）』四〇五、四〇六頁。取引の安全・流通の保護を含む法的安定確保のために、一般原

則による無効の主張が制限されているのであるから、その上更に、本来新株発行無効事由と考えられるものを取引の安全から無効事由から排除することは適当でないとして、無効の訴の性質から導き出される。また、実質的にも、第三者は無効によつて全く経済的利益を失うのではなく、株式投資による利益を失うにとどまるとされる。

(22) 石井・前掲書下巻六三頁、伊沢孝平「新株発行の手続」『株式会社法講座四卷』二二三〇頁。

(23) 学説としては、鈴木竹雄『新版会社法』二二二頁、同・前掲論文(新株発行の差止と無効)二二三頁、田中啓一「判例批評」ジュリスト五八五号一四六頁。

判例としては、大分地判昭和四七年三月三〇日判例時報六六五号九〇頁。

(24) 拙稿「小規模、閉鎖的会社の代表取締役が有効な取締役会決議に基づかないでなした新株発行の効力等」(判例批評)法研四九卷二二二頁以下。

(25) 高島正夫「会社代表行為の病理現象」『会社法の諸問題』三〇〇頁、野津務「代表取締役」『株式会社法講座三卷』一一〇七頁注七、大隅・大森「逐条改正会社法解説」三四〇頁。判例批評としては、清水新・財政経済弘報六〇二号、服部栄三・民商四五卷四号五五七頁、田中誠二「商事法研究」五四頁。

(26) 注(20)参照。なお、服部教授は、取引の安全は観念的な題目にすぎないとされる。

(27) 田代・前掲書四二四、四五五、五二二頁、喜多川篤典『注釈会社法四卷』一三五頁。

## 五 むすび

本稿では、近時における第三者への新株の有利発行が、支配権争奪のために行なわれる場合と並んで、企業提携の前提として、あるいはその裏付けとして行なわれることが多いという実態を考慮して、企業結合という見地から、商法二八〇条の二第二項その他これと関連する新株の有利発行についての問題点を考察した。

ところが、従来より、商法二八〇条の二第二項に関しては、その立法の経緯等から種々の批判のあるところであり、さらに端的に「戦後の立法を通じてみて、今回のアイワのようなケースを想定した議論が立法の過程で出てきたことは全くないということである。実は、これこそ第三者割当の最も典型的なものであるのに。度び重なる法律の改正が、何か末梢的なと

ころばかりで行なわれてきて、本質的なものに触れていない」との主張さえなされている。<sup>(2)</sup> 本稿では、まさにこの本則的に規制されるべき企業結合に至るような場合を採り上げて解釈論を試み、何とか他の企業結合における規制に近づけようとしたわけである。

もちろん、規定の沿革、文言といったところから個々の立論においては必ずしも成功しえたという確信はないが、かかる観点からの考察の必要性があることだけは確かである。しかも、商法二八〇条の第二項の規定するところのものは、とりわけ合理的理由との関連において、本稿にとりあげた企業結合のために新株の有利発行以外のものが認められるかははなはだ疑問である。同条は、株主総会において、有利発行を必要とする理由が開示されることを必要としているが、その理由については客観的にみて合理的な理由でなければならないか（厳格説）、それともそうであることを必要としないか（寛大説）、見解が対立している。<sup>(3)</sup> 寛大説に従う限り、総会の特別決議がある場合にはそれが必要な理由となり、特に合理的理由について問題とされることはない。<sup>(4)</sup> しかし、厳格説に従った場合には、客観的にみて合理的な理由が開示されなるときは総会決議の取消原因となり、ひいては新株発行の効力にまで影響を及ぼすのであるから、極めて重大な意味を持つてくる。そして、合理的か否かは、社会通念上会社の利益となるか否かによつて判断されるものであつて、第三者にもつばら利益を与えるようなものは合理的理由とはいえず、従つて、このような理由を開示しても有利発行は許されるものではない。<sup>(5)(6)</sup> このように考えるとき、あるいは現在のところ企業結合のために新株の有利発行以外にはそのような合理性は見い出せないような気もする。<sup>(7)</sup> そして、もし仮りに、商法二八〇条の第二項が企業結合のためにだけ認められたとするならば、本稿において述べたほとんどは商法二八〇条の第二項について的一般論としても妥当性を有することになるであらう。ただ、本条の規定の沿革上、規定の配置上、また有利な発行価額という形で株主の経済的利益のみを保護している関係上、一般論として本条を企業結合規定と考えることには躊躇せざるをえない。

実際上行なわれている新株の有利発行が、一方では企業結合のために行なわれ、他方では支配権争奪を廻つて行なわれていることを知るとき、もはや、経済的利益保護のみを考慮した商法二八〇条の二第二項のような規定では、現実に対処しうるものではなく、立法論上の考慮が出てくるのは当然であろう。わが国の新株発行法制は、比較法的にみても、極めて株主の保護に欠けるものであることは既に多くの論者によつて指摘されている通りであり、授權資本制度自体、はたしてここまです株主の保護を後退させらるるものであらうかとの疑問を抱く。

そしてまた、有利発行という事柄自体についていえば、第三者に対して新株を割当てる場合において、有利な発行価額を定めるとするのは、比較法的にも極めて異例であり、しかも、本稿において述べてきたように、「特ニ有利ナル発行価額」という極めて曖昧な規定を置くという立法は納得しえない。新株発行を廻る多くの紛争が、この曖昧な規定に基づいて生じているのであり、さらに、これらの紛争はほとんど、支配権争奪のためであるか企業結合についての利害の対立から生じたものであるともいえる。この点を考慮すると、これらの紛争は表面上は発行価額という経済的利益の対立に争点があるように見えるが、実は、最終的なねらいは、支配の争奪あるいは企業結合にあるわけである。本来、問題とされるべきところはここにあるのであつて、第三者に対する新株の有利発行よりは、第三者に対する大量の新株の割当に重大な考慮を置くべきである。第三者に大量の新株を割当てる場合に、総会の特別決議を要することとは、大量の新株の割当によつて支配系統に著しい変更を生じ、ひいては会社の根本形態にも影響をもたらすという意味において、まさに、他の特別決議事項との均衡を保ちうることになるのである。しかし、このように考えることは、当然株主の新株引受権についての再考を要するのであつて、さらに周到な議論を展開しなくてはならない。

(1) 田中・前掲書下巻六八二頁、堀口・前掲批評一四三頁、坂本・前掲論文一九六頁。

(2) 水田・前掲論文(第三者割当と新株の発行価額)八頁。

(3) 富山・前掲論文(第三者の新株引受権と有利発行)七九九頁。教授は「必要トスル理由」の意味について解釈が分かれ、会社が有利発行をなすこと

にいくらでも慎重になつていなければならない。

(4) 西原・前掲批評三〇三頁、大隅・前掲会社法論中三二二頁、鈴木・前掲論文(改正法上の新株引受権)五九四頁。

(5) 田中・前掲書下巻六八九頁、米津・前掲論文四三三頁、阪壜・前掲書二〇四頁、吉田島「商法一部改正法逐条解説(一)」法律時報二七卷一〇号二二頁、水田・前掲論文(新株発行と株主の権利)法律時報三三卷二号三九頁。

(6) 服部・前掲論文(新株発行と会社支配)六六頁では、基本的には嚴格説に立ちながらも、決議取消事由とはならず、取締役の責任の問題を生ずるとされる。

(7) 旧法上は、この点批判のあつたところである。高鳥・前掲論文(新株引受権と有利発行)四〇二、四〇三頁、富山・前掲論文(第三者の新株引受権と有利発行)七九三頁。高鳥教授によれば、新株引受権と有利発行の峻別という極めて周到な議論から、今まで開示されていたような理由(愛社心をもたせるとか技術提携のためなど)では、有利な価額で割当てる妥当性はもたせないとされる。また、富山教授によれば、有利発行の際の利益関係を具体的に考えてゆくと、第三者割当において有利発行が実質的利益考量からいつて、肯定される場合が果して存在するか否かさえ疑わしいものとなると思われる。

しかしながら、従業員功勞のためなどとは異なり、企業提携のためという場合には、発行会社側、ひいては株主側にも利益享受ということが考えられるのであつて、専ら第三者に利益を与える他の例とは異なるものと考ええる。また、従業員持株のためを含める見解もあり(西原寛「会社法」一五二頁)、法務省も改正案においてこれを考えているようであるが、法定化されていない現行法の解釈としては、従業員持株は他の方法でもなしうるのであり、これを含めることは疑問である。

(8) 阪壜・前掲書、坂本延夫『新株引受法論』などはこの代表的著書である。

(9) フランス会社法上は、一八六条によつて、株主の新株引受権を排除して第三者に割当てるのが可能であるが、その場合にも、発行価額は、その発行の日より前二ヶ月以内における一ヶ月以上の期間について計算された旧株式の寄付き値の平均値を下ることができないとされている(令一五五条五項)。また、従業員持株のための増資手続があるが、ここにおいても取締役会の決定前二〇日間に成立した取引所の相場の平均価額を一〇%以上下りえないとされている(二〇八一〇条三項)。その他の諸国については、フランス法のように価額を何%以内と規定するものは見あたらないが、また明文をもつて有利な価額で発行しようとするものも存在しないようである。