

新株引受権と新株予約権無償割当て

岡 本 智英子

一 は じ め に

平成二十三年十二月七日に法制審議会会社法制部会により公表された、「会社法制の見直しに関する中間試案」⁽¹⁾において、資金調達の場合における企業統治の在り方として、新株発行規程が改正項目の一つとなっている。

(一) 公開会社において、支配株主の異動を伴う第三者割当による募集株式の発行を行う場合に、株主総会の決議の要するものとするかどうかと情報開示の充実をすること、(二) 株式の併合について、端数となる株式の買取請求権を認め、発行可能株式総数に関する規律を設けること、(三) 募集株式の発行等に係る払込みの仮装に關与した者の責任の見直し、(四) 新株予約権無償割当てに関する割当通知の期間の縮小の四点である。

(一) は、近時、資本市場において、既存株主の株式の大幅な支配比率の希釈化あるいは支配権の移動を伴うような大規模な第三者割当増資や、割当先が不透明な第三者割当増資が行われる例がみられたことにより、金融⁽²⁾

新株引受権と新株予約権無償割当て

九九

審議会金融文科会の我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループによる「我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ報告」が公表され、⁽³⁾ それを受けて、平成二年八月に東京証券取引所の規制改正⁽⁴⁾、同年一二月金融庁による「企業内容等の開示制度に係る内閣府令」改正⁽⁵⁾が行われた。一定程度の効果は表れたものの、⁽⁶⁾ これらのいわゆるソフト・ローによる規律が必ずしも十全に働いてこなかったという事実を否定することができず、ソフト・ローによる規律をバックアップしてよりやりやすくするために、法律が大きい規制の枠組みを提供する制度をつくる意義があるとして、⁽⁷⁾ 中間試案に提案されたものである。(二)も、(一)と同様、極端な株式併合による少数株主の締出しが行われ、日本の経営のあり方に対する資本市場からの批判に應えるものであると同時に、会社法改正前から議論となつてゐる発行可能株式総数の制度趣旨そのものが問われている問題である。(三)は、平成一七年改正前商法上の取締役の引受担保責任(平成一七年改正前商法二八〇条ノ一三)が会社法では廃止されたことによつて生じた問題である。(四)も、(一)と同様、大規模な第三者割当増資が行われる際に生じる株式価値の希薄化への海外の機関投資家の批判を回避するために考案されているライツ・オフリングの実施をさらに進めるための提案である。

株式価値の希薄化に対する海外の機関投資家の批判は、我国では、株主割当てを原則とはしてゐないことから生じる問題であるが、中間試案においては、株主割当てを原則としない現状はそのまま維持し、希薄化が生じる第三者割当増資において一定の要件の下に株主総会決議を課し、株主割当ての代わりとなる新株予約権の無償割当ての方法によるライツ・オフリングを提案しているのである。株主割当てを原則とするということは、いわゆる抽象的新株引受権を法定することである。我国において、原則、抽象的新株引受権が法定されたことはなく、

平成二年改正商法において譲渡制限会社においてのみ法定されたが、会社法における「株主の株式の割当を受ける権利」は具体的新株引受権にすぎず、公開会社でない会社においても同様である。公開会社でない会社においては、発行権限を株主総会とすることにより、株主の支配的利益を保護しているにすぎないのである。

第三者割当増資の問題を根本的に解決するためには、会社法が行うべきことは発行権限の問題ではなく、会社が新株を発行する場合に会社に対して優先的に新株の割当てを請求できる権利という意味の新株引受権を法定することである。我国において、この意味における新株引受権を巡り、紆余曲折を経て、しかも、会社法においては、概念の異なる新株予約権と新株引受権について整理を行わないまま、新株予約権無償割当てを新設し、今回の会社法制の見直しに関する中間試案においては、新株予約権無償割当てによる増資方法としてライセンス・オフリングを進めているのである。

我国における新株引受権、新株予約権の変遷をたどることにより、第三者割当増資の問題を解決するためには、会社法は何をするべきなのかについて考察する。

二 新株引受権と株主の株式の割当てを受ける権利

新株引受権とは、会社が新株を発行する場合に会社に対して優先的に新株の割当てを請求できる権利である。⁽⁸⁾ 会社が新株を発行する場合に会社に対して優先的に新株の割当てを請求できる権利とあるのであれば、この権利を当然主張できるのは株主だけである。なぜなら、新株発行というものは実質的には従来の株主の投資の果実にはかからないからである。⁽⁹⁾ 本来ならば新株引受権という観念は社員資格に基づくものだけに限られるべきものである

新株引受権と新株予約権無償割当て

が、わが商法の規定の上では第三者の新株引受権と呼ばれる新株引受権が存在するので、これと区別する意味で株主の新株引受権を定義づけると次のようになる。すなわち、株主の新株引受権とは、株主が従来の持株数に比例して優先的に新株の割当を会社に対して請求できる権利である。⁽¹⁰⁾

株式会社法人のもとでは、株式に具体化される社員権は元来自己保存の傾向を有し、かつそれ自体のうちに自己保存を保障する機能を担っていないなければならない。この社員権が担う自己保存の機能には、共同管理に対する権限および会社財産に対する要求権、特に新株発行による組織変更のもとで、従前の所有状態を一定のまま維持する可能性が考えられ、株主の新株引受権がこの機能を有するとされる。⁽¹¹⁾ そうして新株発行の際における新株引受権の法的機能には、議決権を介しての会社支配に対する株主の議決力の割合的維持と残余財産分配請求権および利益配当請求権による準備金ないし利益に参加する割合的持分維持の二つがある。⁽¹²⁾

このように新株引受権は株主の会社における地位を維持させることを目的とするものである。株主は会社の利益または残余財産の分配に与る権利を有し、原則として持株数に比例して議決権を有するが、新株の発行によってこれらの株主の権能の割合に変更を生ずることになれば、株主の権利を侵害することになる。従って新株の発行に際して株主に新株を一定の割合において引き受けることができる機会を与えなければならない。

株主保護と資金調達の機動性の確保との二つの要請をいかに調和させるかが、株主の新株引受権に関する立法政策の焦点となる。新株引受権の法定・排除の問題は各国の立法政策の結果といわれているが、株主保護と資金調達の機動性の接点の限界をどこに置くかということは理論によって導き出されなくてはならない。

わが国において、原則として新株引受権を法定しないことの一般的理由としては、次の二点があげられている。

つまり、新株引受権を法定すると授権資本制度の妙味が損なわれること、株式が分散してくると議決権の比率を保つということは、株主にとってあまり問題にならないことである。しかし、前者についていえば、新株引受権と授権資本制度は相互に制約的な関係があるとはいえるが、決して両者は相容れないものではないのではないだろうか。また、後者の理由は、株式会社の理念的な企業形態よりも閉鎖的な株式会社の実態を優先させると、一転して新株引受権の法定理由になるのである。つまり、わが国においては議決権の比率を保つことが株主にとって最大の関心事のひとつになっている株式会社、公開会社ではない会社が株式会社の大部分を占めているのである。平成二年に行われた改正においても、いわゆる閉鎖的株式会社と実態において異なるところが無い有限会社について、すでに社員に出資の引受権が認められていることから（平成一七年廃止前有限会社法五一条）、閉鎖会社の株主もこれと同じ扱いをするのがよいと考えられていた。¹⁴

昭和一三年商法改正前は、新株申込人の範囲および取締役による新株割当の基準についてなんらの制限もなく、従って、取締役は、自由に申込人をもとめ、かつ申込人に対し自由に新株の割当をなすことのできるものと解されていた。¹⁵ 実務上は株主総会の増資決議において株主に新株引受権を与えるのが慣例となっており、また第三者にも新株引受権を与えることが既に行われていた。¹⁶

昭和一三年商法改正では定款または増資決議において「新株ノ引受権ヲ与フベキ者及其ノ権利ノ内容」を定めることができる（昭和一三年改正商法三四八条四号）¹⁷。

「新株ノ引受権ヲ与フベキ者及其ノ権利ノ内容」という事項は従来なかったものであるが、新株引受権を何人かに与えることを認めたわけである。¹⁸ しかし、「新株ノ引受権ヲ与フベキ者」という意味が曖昧である。株主に

限らず第三者も含まれる可能性があり、またたとえ株主にあたえたとしても一部にのみ与えることもできるわけである。定款または増資決議によって「其ノ権利ノ内容」も決めることになっているので、極端に言えばどのような内容の新株引受権も決めることができ、株主資格に基づき、その有する株式の数に応じて新株の割当を請求できるという意味の新株引受権ではない。原則上としては何人も（従って株主も）新株引受権を有しないことを前提として、⁽¹⁹⁾規定されたのである。つまり株主資格に基づく新株引受権は当然あるものとは考えず、新株引受権は定款または新株の発行権限のある機関の決議によって与えることができるとする、わが国特有の新株引受権に対する法規整は、⁽²⁰⁾昭和一三年に始まったといえる。

さらに、特定の者に対し将来資本増加する場合において新株引受権を約するには、株主総会の特別決議を要すると規定した（昭和一三年改正商法三四九条）。⁽²¹⁾委託経営の契約等に伴って将来の増資の際に於ける新株引受権をあらかじめ他人に約する必要があるが、これを取締役の一任に委ねず、株主総会の特別決議を要すべきものとしたのである。⁽²²⁾⁽²³⁾

新株引受権を法定するべきであるという見解は、要綱が発表された段階から存在していた。⁽²⁴⁾株式会社が株主の持分によって成立する以上、新株引受権を法定すべきであり、現行法の如く取締役及び大株主その他の勢力筋の意向に依り全株主に対して僅かに一部の請求権を与え、若しくは全く与えないというのは不当であり、要綱が之を看過しているのは重大なる欠点として⁽²⁵⁾いる。しかし、当時の支配的傾向は、資本増加に、その前提要件として総会の増資決議が必要とされる法制のもとでは、株主の新株引受権を法認する必要性は乏しいとされていた。⁽²⁶⁾ただ、実際には慣行によって幸いにも法の欠陥が救われていたけれども、たとえ総会の増資決議が必要とされる法

制のもとにおいても原則的に株主に新株引受権を与えておくべきものであったのである。⁽²⁷⁾

以後新株引受権の法定化をめぐる議論されたのは、昭和二五年改正時であった。昭和二五年改正により採用された授權資本制度においては、新株の発行が取締役会に委ねられたので、新株引受権の有無の決定は株主総会の干渉する事項（昭和二五年改正前商法三四八条四号、三四九条）ではなくなったことから、これがどのように取り扱われるかは株主にとり極めて重要であることに鑑み、旧株主保護のために会社が発行し得る株式総数につき、旧株主に対する新株引受権の有無又は制限に関する事項及び特定の第三者に与えることを定めたときはこれに関する事項を定款の絶対的記載事項とした。⁽²⁸⁾新株の発行は、旧株主の議決権、利益配当及び残余財産の分配に関する割合的権利を害するので、従来は株主総会における増資の決議で、旧株主には法律上当然新株の引受権ありとしていた。しかし、無制限に旧株主に新株の引受を認めることとなると、資本を一般市場から有利な条件で調達し得る途は全く封じられるのである。元来引受権は会社が単一の株式を発行した時代に始まったものであって、株式の種類がわかれ、会社が優先株、無議決権株、後配株、償還株等各種の株式を発行する場合には、新株の引受権の配分処理に技術的困難を伴うのみならず、新株引受権を認めた場合には、定款にこれを制限しまたは排除する定めのない限り、これを制限しまたは排除するには株主総会の特別決議を要することとなり、新株発行の権限を総会から取締役会に移した授權資本の妙味はほとんど失われることとなる。新株引受権は、本来株主の利益のためになすのであるが、もしこれを放棄することにより会社が必要とする資本を最も有利な条件で調達することができれば、議決権のことを除くならば、結局株主の利益となり、失ったものを償い得るわけである。かかる観点から、改正法は株主は法律上当然には新株引受権を有するのではなく、会社は定款によって株主または第三

者に新株引受権を与えることができるものとし、この権利が株主にとり極めて重要な権利であることに鑑み、株主が新株の引受権を有するや否やは必ず原始定款に記載すべきものとしたのである。⁽²⁹⁾

法案作成の過程において、株主が新株引受権を有することを原則とすべきか、それとも、新株引受権有しないことを原則とすべきか、二つの立場が争われた。昭和二四年八月法務総裁が法制審議会に諮問した要綱は、株主が新株引受権を有することを原則とする立場をとっていたが（要綱二六）、同年一二月法制審議会が答申した右要綱の修正案では、反対に、株主には新株引受権がないのを原則とする立場がとられた。そして法案も右に基づいて作成されたが、GHQがどうしても承知しなかったため、最終段階において法務当局が妥協し、株式会社の設立の際の定款には、会社が発行する株式の総数を定めるとともに、その株式総数につき「株主に対する新株引受権の有無または制限に関する事項」を定めることを要し、また、会社が発行する株式の総数を増加する際にはその増加すべき株式につき「株主に対し新株引受権を与え、制限し、または排除する旨」を定款に定めるといふ形に落ちついたのである。⁽³⁰⁾

商法自体はそのいずれを原則とする立場もとらず、各会社に決めさせるという考えから、次のような規定となった。新株引受権を定款の絶対的必要記載事項とし、定款上に「会社ノ設立ノトキニ定メラレタル会社が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」（昭和二五年改正商法一六六条一項五号）を記載するものとし、また、「会社ハ発行スル株式ノ総数ヲ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其ノ旨ヲ定ムルコトヲ要ス」（同法三四七条二項）とし、さらに「新株ノ引受

権ヲ育スル株主ハ其ノ有スル株式ノ数ニ応ジテ新株ノ割当ヲ受クル権利ヲ有ス」(同法二八〇条ノ四)が新設され、三四八条と三四九条が削除された。

しかし、「株主ニ対スル新株引受権ノ有無又ハ制限ニ関スル事項」という規定の表現が曖昧なため、どのような定款の定めが有効であるか無効であるかについて多数の学説が対立し、昭和二八年頃からこれに関する訴訟事件が多くなり、昭和三〇年には「株主は未発行株式について新株引受権を有する。但し取締役会の決議によりその一部を公募し、または役員・従業員・旧役員・旧従業員に新株引受権を与えることができる」という定款が無効であるとする判決が下された。⁽³¹⁾新株引受権に関する定めを定款の絶対的記載事項からはずすことについては異論はなかったが、株主が新株引受権を有することを原則とすべきか、有しないことを原則とすべきかについては意見が分かれ、昭和三〇年には次のように改正された。新株引受権に関する定めを定款の絶対的記載事項からはずすとともに(昭和二五年改正商法一六六条一項五号削除)、株主は当然に新株引受権を有するものではないが、定款あるいは取締役会の新株発行決議において株主に新株引受権を付与することができるとしたのである。また、株主以外の者に新株引受権を付与するには株主総会の特別決議を要するものとした(昭和三〇年改正商法二八〇ノ二第二項)。

ところが第三者に新株引受権を付与する場合と公募の区別が明確でなかったため、買取引受をめぐって見解が対立した。公募の一形態とされていた買取引受は、第三者に対する新株引受権の付与であり、株主総会の特別決議を経ない買取引受の方法で行った新株発行は無効ではないか、という訴えが提起されたのである。買取引受に関する一連の判決は、新株発行の効力については無効とはならないけれども、買取引受は第三者に対する新株引

受権の付与であると判示した。⁽³²⁾ これらの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発行において重要な意味をもつのは、発行価額であると主張されるようになった。その結果、昭和四一年改正商法では、「株主以外の者に新株引受権を与えるには」という文言が、「株主以外の者に対し特に有利なる発行価額を以て新株を発行するには」という文言に改正された。特に有利な発行価額によるものでないかぎり、第三者割当も取締役会の決議のみで行えるようになったのである。第三者に新株引受権を与えることは株主の経済的利益のみならず株主の支配的利益をも侵害するものであるのにもかかわらず、昭和四一年の改正により株主の支配的利益は後退したのである。⁽³³⁾

以上の改正により、わが国においては、取締役会に強力な新株発行権限が備わることになったのである。こういう制度を選択した結果、持分比率の低下を防ぐために市場で株式を買いたくても買えない閉鎖会社の株主は、株主割当以外の方法による新株発行のため持分比率を害されることになったのである。このような閉鎖会社の株主を救済するために、平成二年の改正では株主の新株引受権を譲渡制限のある会社に対してのみ認めたのである。平成一七年改正前商法二八〇条ノ五ノ二における新株引受権は抽象的新株引受権である。定款で「株主は新株引受権を有する」旨を規定した場合に株主がその定款規定に基づいて有する権利も抽象的新株引受権である。その内容は「会社の新株発行を停止条件とする条件付権利すなわち期待権⁽³⁴⁾」といわれている。しかし法律あるいは定款に根拠規定がある以上は独自に存続する無条件の権利のはずであるので抽象的新株引受権を条件付権利の意味における期待権と解することはできない⁽³⁶⁾とも考えられる。

抽象的新株引受権は新株発行の決議がなされさえすれば当然に具体的新株引受権を発生せしめることとなる。

取締役会が拘束を受けるのは、具体的新株引受権が発生したことにより、これを無視して新株を割り当てること
ができなくなるといふところにある。個々の申込に対する割当自由を拘束するのは、具体的新株引受権であつて
抽象的新株引受権ではないと考えると、抽象的新株引受権を欠いた場合、すなわち、新株発行決議で付与された
場合はどうなるのだろうか。将来の新株発行全般との関係で、まさに抽象的な割当権限を想定し、その拘束を考
えることに一体どのような意義があるのだろうかという疑問を呈し、株主の抽象的新株引受権は少なくとも反面
に相手側の義務を伴うような権利ではないと考える説があるが、抽象的新株引受権とは、将来の新株発行全般に
おいて取締役会の割当権限を拘束することに意味があるのではないだろうか。抽象的新株引受権は、将来の新株
発行に際してその新株につき具体的新株引受権を流出する権利ととらえ、それに対応して取締役会の側に、将来
の新株発行に際しては、まず株主に新株引受権を認め優先的引受けの機会を与えなければならないという割当権
限の拘束を想定するものと解すべきである。⁽³⁸⁾

従つて、平成一七年改正前商法二八〇条ノ五ノ二における新株引受権の意義は、新株の割当先について取締役
会の決定権限を拘束することにある。つまり、持分比率の維持にある。そこで、新株引受権の排除の限界も持分
比率の維持にあることになる。

会社法においては、新株引受権という言葉は、株主の株式の割当を受ける権利（会社法二〇二条）となり、公
開会社ではない会社においても法定されず、定款で定めない限り、取締役会の割当権限を拘束するという意味に
おける抽象的新株引受権ではなく、個々の申込に対する割当自由を拘束する具体的新株引受権である。

一方で、会社法においては、株主割当てで権利の譲渡が認められない場合に付されるのは、平成一七年改正前

商法の下におけると同じく新株引受権であるとし、同法上新株引受権の譲渡と認めるケースにおいては権利者に對し新株引受権を無償で発行する制度を新設したのである。⁽³⁹⁾ 新株引受権無償割当て（会社法二七七条）である。まず、次章において、新株引受権の変遷の整理を行う。

三 新株引受権

新株引受権の制度は平成一三年商法改正において新設された（平成一三年改正商法二八〇ノ一九以下）。平成一三年改正前においては、新株引受権に二つの意味があった。本来の意味における新株引受権（平成一七年改正前商法二八〇条ノ五ノ二）と新株引受権付社債（平成一三年改正前商法三四一条ノ八第二項五号）、ストック・オプションとして取締役・使用人に与えられる新株引受権（平成一三年改正前商法二二〇条ノ二、二八〇条ノ一九）である。本来の意味における新株引受権は、会社が新株を発行する場合に会社に対して優先的に新株の割当を請求できる権利である。昭和五六年に新設された新株引受権付社債は、社債権者に社債発行会社の新株の引受権が付与された社債であって、社債権者が、所定の期間（新株引受権行使期間）内に、所定の条件（新株引受権行使の条件）ですなわち、その新株引受権に基づき、所定の価額で、所定の数または価額の株の発行を社債発行会社に請求することができるものである。⁽⁴⁰⁾ スtock・オプションとは、会社は特定の者に対して、一定数量の自己株式を特定の期間（権利行使期間）内に、所定の価格（権利行使価額）で会社から取得しうる権利を付与する制度である。⁽⁴¹⁾ 平成九年の改正により新設されたものである。自己株式方式（平成一三年改正商法二二〇条ノ二第二項）と新株引受権方式（同二八〇条ノ一九第二項）があった。

新株引受権付社債とストック・オプションとして与えられる新株引受権における新株引受権を平成一三年改正において、新株予約権として、会社に対し新株の発行または自己株式の移転を請求することが出来る権利と定義した(平成一三年改正商法二八〇条ノ一九第一項)。会社は誰に対しても、付与の上限もなく、行使期間の上限もなく、さらに新株予約権自体を単独で発行することができる(平成一三年改正商法二八〇条ノ二〇第一項)ようになったのである。ストック・オプションの性質を新株予約権を無償で発行する場合とし(平成一三年改正商法二八〇条ノ二〇第二項三号但書)、株主以外の者に対して特に有利な条件をもって新株予約権を発行する場合にあたるので、新株予約権の有利発行として、株主総会の特別決議が必要となる(同法二八〇条ノ二一第一項前段)。単独で発行することができるようになったため、資金調達の多様性は広がり、株主割当てにより新株予約権を無償で発行することによる防衛策も可能になり、発行数・行使期間の制限なく誰にでも発行できるようになったため、インセプティブ報酬の付与としての使い道も広がり、第三者に付与することにより防衛策としても利用できる可能性が広がったのである。⁴²⁾

新株予約権とは、新株発行契約(新株の発行を受けようとする者が、株式引受けの申込みをし、会社がこの者に新株の割当てをしてその申込みに対する承諾をすることによって成立する)を締結することを約束する予約の予約完結権としての性質を有するものである。⁴³⁾ 新株予約権はオプションと呼ばれる権利の一種であり、オプションとは、行使期間内に、権利行使価額により、対象となる資産(原資産)を買う権利(コール・オプション)または売る権利(プット・オプション)の総称である。⁴⁴⁾ これまで商法はオプションの発行について非常に消極的なスタンスで臨んでおり、⁴⁵⁾ 昭和五六年改正によって新株引受権付社債が導入された際にも、オプション制度の一般

新株引受権と新株予約権無償割当て

的禁止とそのなし崩しの導入の防止という観点が強調された⁽⁴⁶⁾。このような姿勢の背後にはオプションが行使される場合には行使価額が常に株式の時価よりも低いはずであるから、オプションの発行には当然に有利発行類似の問題があるとの認識があったのである⁽⁴⁷⁾。新株予約権は、オプションとしての性質により有利発行が問題となり、オプションの中でも、一方当事者が発行会社である点、原資産が新株である点に特殊性があるために、防衛策として利用されることになるのである。

会社法では、新株予約権は「株式会社に対して行使することにより当該株式会社の株式の交付を受けることができる権利」（会社法二条二一号）と定義され、第二編第三章に規定されている。新株予約権を募集し、その引受けの申込みをした者に対して会社が割当てをする手続による場合の新株予約権は、募集新株予約権とされ、その際に決定すべき事項を募集事項という。すなわち、募集株式予約権の発行手続は、募集概念、募集事項の決定機関、割当ての手続、取締役の責任については、募集株式の発行手続と同様の手続となっている。募集とは、「いわゆる公募を行う場合に限定されるものではなく、第三者割当てによる場合（たとえば、引受人が一人であるような場合）であっても募集の手続によることとなる。この「募集」は、証券取引法における「募集」とも異なる概念である。」と立法担当者の説明がある⁽⁴⁹⁾。

四 新株予約権無償割当て

前述のように、会社法において、新株予約権無償割当て（会社法二七七条）は新設された。平成一五年一〇月二二日に公表された「会社法制の現代化に関する要綱試案」では提案されなかったが、平成一六年一二月八日に

公表された「会社法制の現代化に関する要綱案」において、第二部第四の3(2)株主割当「①新株の引受権を譲渡することはできる旨の定め(商法二八〇条ノ二第一項六号)及び新株引受権証券(商法二八〇条ノ二第一項七号等)」に関する制度は、新株予約権及び新株予約権証券に関する制度に吸収して整備するものとする。(注)

株主に対して、無償で新株予約権を発行する制度を設けるものとする。」と提案された。⁽⁵⁰⁾新株引受権と新株予約権とは、機能的に似た面があるが法的性質は異なるものであるということは前提としつつ、現行法上新株引受権の譲渡を認めるケースにおいては、権利者に対し新株予約権を無償で発行し、権利の譲渡は、新株予約権証券を交付する形で行われることとし、株主割当てで権利の譲渡が認められない場合に付与されるのは現行法の下におけると同じく新株引受権である。」と説明され、⁽⁵¹⁾さらに、「部会では、株主割当てとして構成する案も審議されたが、その場合に「第三者割当て」の新株発行をどう構成するのか等をめぐって議論が紛糾し、結局、「新株引受権証券」の制度を廃止する本文のような整理に落ち着いた。新株引受権(新株の優先的割当てを受ける債権的権利)という概念が、全廃することは困難な性格のものである以上、その一部を新株予約権に置き換えると、どこか不自然な境界線が残ることは避け難い。」とされる。⁽⁵²⁾

新株予約権無償割当てにおいては、申込みが不要であり(会社法二七七条)、取締役会設置会社の場合は取締役会で決定することができ、定款で別段の定めを行うことも可能である(同法二七八条三項)。

この制度は株主割当てによる資金調達という制度目的本来の使い方ではなくて、むしろ敵対的企業買収に対する防衛策の目的での利用のほうが注目され、また、前述の平成二一年のスタディグループ報告で、第三者割当増資によって既存株主が害されているのではないかという指摘がなされ、それを受けて、第三者割当増資について

の開示府令の改正、取引所規則の改正が行われるという流れの中で、第三者割当増資に対する風当たりが強くなってきたという状況の中で、本来の制度目的、つまり既存株主の利益保護に手厚い資金調達の方法として新株予約権無償割当てによる増資方法（ライツ・オフアリング）を活用すべきという声が強くなってきたのである。⁽⁵³⁾

ライツ・オフアリングは、各種の規制による事務上の障害があり、実現が難しかったが、平成二十一年二月三〇日に施行された東京証券取引所の有価証券上場規定の改正、平成二十三年においては、ライツ・オフアリングに係る開示制度等の整備のための「資本市場及び金融業の基盤強化のための金融商品取引法等の一部を改正する法律」による金融商品取引法の改正が行われ、同年の「会社法制の見直しに関する中間試案」第一部第三の4において、新株予約権無償割当てを用いた資金調達方法（ライツ・オフアリング）による資金調達を完了するのに必要な期間を短縮するための提案がなされている。

五 おわりに

我が国において、新株引受権は「新株ノ引受権ヲ与フベキ者」（昭和十三年改正商法三四八条四号）、「新株ノ引受権ヲ有スル株主ハ其ノ有スル株式ノ数ニ応ジテ新株ノ割当ヲ受クル権利ヲ有ス」（平成一七年改正前商法二八〇条ノ四）、「株主に株式の割当てを受ける権利（会社法二〇二条一項）と表現されており、あくまでも新株引受権は会社から与えられるものであるという考え方は一貫している。故に、会社法の立法過程においても、新株引受権と新株予約権の法的性質が異なることを前提としつつも、新株引受権の議論において、株主割当てによる資金調達の場合に割り当てられる権利として登場する限りである。新株引受権とは、会社が新株を発行する場合

に会社に対して優先的に新株の割当を請求できる権利であり、新株の割当先について取締役会の決定権限を拘束することに新株引受権の意義があるのであると考えるが、そういう議論はなされていない。株主割当ての方法として考えるなら、新株引受権も新株予約権無償割当てと同じという方向になるのも無理はないのかもしれない。海外の機関投資家がどうとらえるのかという点に重点をおいて、改正を行って思うように思えるが、それならば、そもそも、我が国における新株引受権の特異性に遡って、検討することはできないのであろうか。

第三者割当増資を巡る問題については、海外の投資家の批判をかわすため、株主総会の決議を求めることによって解決を図ろうとし、かつ、株主割当てによる資金調達をアピールするため、新株予約権無償割当てによる方法による資金調達の方法をより簡便に出来るように金融商品取引法を改正し、また中間試案において提案をしている。会社法が行うべきことは、そもそも、第三者割当増資の問題が生じる原因となる新株引受権を法定することである。法定しないのであれば、そのマイナス面は証券取引所のルールの強化で対応すべきである。マイナス面を補強するレベルであれば、証券取引所のルールの強化で解決できるのではないか。証券取引所のルールの強化では対応できない、つまり、効力を問題にするのなら、差止請求権における差止事由、無効の訴えにおける無効事由を再考すべきである。しかし、差止事由、無効事由を狭く解するのは、会社法が支配的利益を保護していないという理由からである。会社法が支配的利益を保護していないからこそ、差止請求権、無効の訴えにおいて、支配的利益を保護すべきであると主張したところで、その主張は弱いものである。やはり、会社法で支配的利益を保護するしかないのである。つまり、会社が新株を発行する場合に会社に対して優先的に新株の割当を請求できる権利という意味の新株引受権を法定することである。会社法がなすべきことはこのことに尽きる。

新株予約権無償割当ては会社から与えられるものであり、その回の資金調達方法は会社から株主割当ての方法が選択されただけのことであって、第三者割当増資を行うことができる仕組みであることには何等変わりはないのである。第三者割当増資の問題を根本から解決するためには、会社が新株を発行する場合に会社に対して優先的に新株の割当を請求できる権利という意味の新株引受権を法定することである。

- (1) 商事法務一九五二号(二〇一一年)四頁以下。
- (2) 池田唯一「上場会社等のコーポレート・ガバナンスの強化に向けて―金融審議会スタディグループ報告書の概要―」商事法務一八七二号(二〇〇九年)二九頁。
- (3) 金融審議会金融分科会・我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ報告(平成二二年六月一七日)商事法務一八七〇号(二〇〇九年)四五頁以下。
- (4) 大規模な希薄化や支配株主の異動を伴う第三者割当増資への対応に関する規律が設けられた(有価証券市場規程四三二条、六〇一条一項九号の二・一七号、有価証券市場規程施行規則六〇一条一三項六号)。
- (5) 第三者割当増資における有価証券届出書等の記載事項として「大規模な第三者割当に関する事項」、「大規模な第三者割当の場合の特記事項」が追加された(企業内容等の開示に関する内閣府令第二号様式等、一九条二項二号ホ)。
- (6) 田村嘉章「不正ファイナンスをめぐる課題等について―第三者割当増資を中心に―」会計・監査ジャーナル六六八号(二〇一一年)八五頁。
- (7) 岩原紳作「中西敏和「会社法制の見直しへ向けた課題と展望―中間試案取りまとめを振り返って―」商事法務一九五六号(二〇一二年)九頁(岩原発言)。
- (8) 倉澤康一郎『新版注釈会社法(七)』(有斐閣、一九八七年)一六二頁。
- (9) 倉澤康一郎「第三者割当増資と株主の権利」経理情報五六六号(一九九〇年)九頁。

- (10) 平成一七年改正前商法二八〇条ノ四では、「請求できる権利」ではなく、「受クル」権利となっている。原則として新株引受権を法定せず、その付与を定款および取締役会の決定事項に委ねているのが商法では適切な表現であるかもしれない。新株引受権を定義する表現は様々である。「新株を優先的に引き受けることができる権利」「優先的に新株の割当を受ける権利」(鈴木竹雄・竹内昭夫『会社法(第三版)』(有斐閣、一九九四年)三九三頁、四〇五頁)、「他の者に優先して新株を引き受ける権利」(森本滋『新版注釈会社法(七)』(有斐閣、一九八七年)三八二頁)、「新株の引受を求める権利」(ドイツ株式法一八七条)、「金銭株式の引受に対する優先権」(フランス会社法一八三条第二項)。(11) 坂本延夫『新株引受権論』(千倉書房、一九七三年)二五頁、「有償新株引受権」と「無償新株引受権」という概念を最初に使用した学者であるベルニッケンの説である(Bernicken, H., Das Bezugsrecht des Aktionars in rechtlicher und banktechnischer Hinsicht 1928, S. 14)。(12) 坂本・前掲注(11)二頁。(13) ドイツ、フランスなどの大陸法の法体系の下では、原則として株式会社が新株発行の方法によって、資本増加をする場合において既存株主が株主たる資格に基づいて当然新株引受権を有するものであるとし、排除する要件は厳格化の方向へ向かっているのに対し、アメリカ法では新株引受権を承認しているが、排除が容易化の傾向にある。新株引受権の法規整において厳格であるドイツにおいて、一九九四年八月に改正が行われ、原則を緩和する例外規定(Bundesgesetzblatt, Teil 1944, s. 196 ドイツ株式法一八六条第三項に第四段が付け加えられ、増資が資本金の一〇%を越えず、かつ新株引受権の発行価格が市場価格を大きく下回るものではない場合には、新株引受権の排除が許されることとなった。)を設けたことは、新株引受権の法定・排除の問題は各国の立法政策の結果に他ならないということを物語っている。
- (14) 稲葉威雄「大小会社区分立法に関する諸問題」別冊商事法務七三号(一九八四年)一〇一頁。
- (15) 八木弘『株式会社財団論』(有斐閣、一九六三年)一八一頁。
- (16) 大野実雄「新株引受権の基礎」早稲田法学二六巻一号(一九五〇年)五六頁。

新株引受権と新株予約権無償割当て

(17) 昭和一三年の改正法において、初めて新株引受権に関する規定が登場したのであるが、それは定款の規定に定めがなくても、資本増加の決議で定めることができる事項のひとつとして規定されたのである。昭和一三年改正法三四八条二号は明治四四年改正商法二二二条ノ二に該当するが、他の各号は新設されたものである。

(18) 田中耕太郎『改正商法及有限会社法概説』（有斐閣、一九三九年）一三三頁。

(19) 鈴木竹雄「改正法に於ける株式会社の計算および定款変更に関する規定に付て」法律時報八卷二号（一九三六年）一一頁。

(20) 坂本・前掲注（11）三三二頁。

(21) 要綱では一五五條。

(22) 松本丞治「商法改正要綱解説（五）」法学協會雜誌五〇卷一号（一九三二年）二二二頁、奥野健一他『株式会社法釈義』（嚴松堂書店、一九三九年）三三二頁、田中・前掲注（18）一三三頁。

(23) 定款中に新株引受権に関する規定をおくことは實際上希有であり、各個の資本増加の決議において「新株ノ引受権ヲ与フベキ者及其ノ権利ノ内容」を定めることを慣例とし、株価の高い大会社では、増資新株の全部又は大部分を株主に与えるのを通常としていた（松本丞治「新株引受権について」竹田先生古稀記念『商法の諸問題』（有斐閣、一九五二年）一五四頁）。この慣習によれば、株主に対する新株引受権と共に、会社役員又は縁故者に対しても増資新株の一部につき引受権を与えるのが通例であり、株主の引受権を原則的に認める規定を設けていないために、増資の決議を通じて、株主の引受権の陰に、会社役員等が役得的な相伴にあずかるという懸念が何時とはなしに出来上がったのであるという指摘がある（津田利治「新株引受権の正体」私法五号（一九五一年）五頁）。

(24) 高窪喜八郎「商法改正要綱は根本的改造を要す（二）」正義昭和九年七月号八四頁、あるいは第一東京弁護士会「商法改正調査委員起草要綱」正義昭和一〇年三月号三四頁。

(25) 高窪喜八郎「商法改正要綱は根本的改造を要す（四・完）」正義昭和九年一〇月号六八頁、あるいは第一東京弁護士会「商法改正調査委員起草要綱」昭和一〇年四月号八〇頁。

- (26) 大森忠夫「株主の地位の強化とアメリカ法」法律タイムズ七号（一九四九年）一八頁。
- (27) 津田利治「改正株式会社法総評」法学研究二四卷四号（一九五一年）三頁。
- (28) 岡咲恕一「商法の一部を改正する法律の解説」法曹時報二卷六号（一九五〇年）八頁。
- (29) 岡咲・前掲注（28）二六頁。
- (30) 鈴木竹雄「改正法上の新株引受権」『商法研究Ⅲ』（有斐閣、一九七一年）一六七頁注（一）。
- (31) 東京地判昭和三〇年二月二十八日下民集六卷二号三六一頁。
- (32) 大森忠夫「注釈会社法(五)」（有斐閣、一九六六年）二八〇条ノ二注釈六三参照。
- (33) 株主の支配的利益を保護するために、昭和四一年に商法二八〇条ノ三ノ二が新設された。
- (34) 倉澤・前掲注（8）一六八頁。
- (35) 菊地雄介「新株引受権の法律構成について」法学新報九六卷三・四号（一九九〇年）一四〇頁。
- (36) 坂本・前掲注（11）二九頁以下。
- (37) 菊地・前掲注（35）同頁。
- (38) 富山康吉「新株引受権」『株式会社法講座Ⅳ』（有斐閣、一九五七年）一二四九頁、坂本・前掲注（11）三〇頁。
- (39) 江頭憲治郎「会社法制の現代化に関する要綱案の解説」別冊商事法務二八八号（二〇〇五年）四三頁。
- (40) 鴻常夫「新版注釈会社法(1)」（有斐閣、一九八八年）一二七頁。
- (41) 宮島『新会社法エッセンス（第三版補正版）』（弘文堂、二〇一〇年）二八七頁。
- (42) 黒沼悦郎「公開会社における種類株式・新株予約権の効用と問題点」民商法雑誌二二六卷第四・五号（二〇〇二年）四四一頁、前田雅弘「新株予約権・新株予約権付社債」法学教室二六四号（二〇〇二年）二六頁、受川環大「新株予約権——有利発行規制の検討を中心として」判例タイムズ一〇九三号（二〇〇二年）一四三頁。
- (43) 前田庸「商法等の一部を改正する法律案要綱の解説（上）——株式制度の見直し・会社関係書類の電子化等」商事法務一六〇六号（二〇〇一年）一二頁。

新株引受権と新株予約権無償割当て

- (44) 江頭憲治郎「新株予約権に関する諸問題」法学教室二七七号（二〇〇三年）三四頁。
- (45) 藤田友敬「新株予約権制度の創設」法律のひろば五五巻四号（二〇〇二年）一五頁。
- (46) 竹内昭夫『改正会社法解説（新版）』（有斐閣、一九八三年）二七三頁。
- (47) 藤田・前掲注（45）・同頁。
- (48) 江頭・前掲注（44）・同頁。
- (49) 相澤哲Ⅱ豊田祐子「株式（株式の併合等・単元株式数・募集株式の発行等・株券・雑則）」別冊商事法務二九五号（二〇〇六年）五一頁。
- (50) 会社法二七七条の制定過程については、藤田祥子「株主に株式の割当てを受ける権利を与える場合（会社法二〇二条）と新株予約権無償割当て（会社法二七七条）について」山本為三郎編著『企業法の論理』（二〇一二年、慶應義塾大学出版会株式会社）二六一頁以下において詳細な検討が行われている。
- (51) 江頭・前掲注（39）同頁。
- (52) 江頭・前掲注（39）五八頁（注一〇）。
- (53) 前田雅弘「ライツ・オフアリングの円滑な利用に向けた制度整備と課題」金融商品取引法研究会研究記録第三四号（公益財団法人日本証券経済研究所、二〇一二年）四頁。

本稿は、平成二二年度に公益財団法人石井記念証券研究振興財団より受けた助成金の研究成果の一部である。

Preemptive Right and Allotment of Share Options without Contribution

OKAMOTO Chieko

- 1 Introduction
- 2 Preemptive Right and Allotment of Shares is Granted to Shareholders
- 3 Share Option
- 4 Allotment of Share Options without Contribution
- 5 Conclusion