

新株予約権行使に基づく株式発行の瑕疵

—新株予約権行使の差止めについて—

金 田 充 広

1 はじめに

新株予約権者は、新株予約権の行使により株主になる（会社法282条1項）。新株予約権が行使されると、会社は株式を発行するかまたは自己株式を処分しなければならない（同法2条21号）。そのさい新たに取締役会決議等会社の行為は必要ではない。新株予約権の行使により法律関係の変動が生ずるのであるから、新株予約権は形成権である⁽¹⁾。

新株予約権者の行為による株式発行が差し止められることはない。なぜならば同法210条が差止めの対象にしているのは会社の行為だからである。しかしながら、新株予約権の行使は、それにより概念的なものであれ会社の行為を介在し、株式発行に至る行為であると解することができる（同法2条21号・282条1項）。新株予約権者は、債務者たる会社の行為を請求することができる⁽²⁾。新株予約権の行使による株式発

行が、会社の行為を前提にすると解することは、新株予約権の行使が形成権であることと必ずしも矛盾しない。

新株予約権の発行に瑕疵があるときは、事前にその発行を差し止めることができ、あるいは事後的には無効の訴えを提起することができる（会社法247条・828条1項4号2項4号）。新株予約権の発行には問題ないが、その行使が違法であるために株式発行が瑕疵を帯びることにより、株式発行が差し止められまたは無効原因を有することも想定しうる。本稿では、新株予約権の行使について、新株予約権の発行・行使が瑕疵を帯びているため、それに続く株式発行の効力がどのようになるのか、特に、新株予約権の行使の場合について、新株予約権行使そのものの差止めの可否について検討することにしよう。

2 新株予約権と株主の権利義務

(1) 株主の権利義務

新株予約権行使に基づく株式発行の瑕疵に関して、新株予約権の行使が違法であるために株式発行が瑕疵を帯びることによる株式発行等をどのように考えるか。会社法は、株式および新株予約権の発行に関して、差止め、無効の訴え等を規定する（会社法210条・247条・828条1項2号4号2項2号4号）。それとともに、新

(1) 江頭憲治郎『会社法コンメンタール1 — 総則・設立 (1)』49頁（2条）〔江頭憲治郎編〕（2009年）参照。新株予約権は、平成13年の商法改正により導入された（平成17年法律第87号による改正前商法280条ノ19以下）。以下、同法を「旧商法」という。

(2) 新株予約権の行使は、新株予約権者の会社に対する請求権であり、当然に会社の行為として株式が交付され、会社が任意に履行しないことは予定されていない。新株予約権証券は、これを表章した有価証券である（会社法288条以下）。

株予約権の行使は、あくまで新株予約権者の行為であるが、新株予約権者の行為を直接的に問題とすることはできないのであろうかということである。

株主は、いわば会社の所有者であるから、使用・収益・処分といった基本的な権限を会社財産に対して有する。もちろん会社の機関構成に基づく権限分配秩序等会社法の規制があることが前提である。会社の取締役は、株主総会で選任され、会社との関係は委任であり、株主の信任により会社経営を託されているのであるから、企業価値を高め株主共同の利益のために行為し、会社と自己の利益の対立があるのであれば、会社の利益を優先させなければならない(会社法330条・341条・355条、民法644条)。株主の信任を受けた取締役の義務である。

株式の保有割合が一定の割合を超える株主は、会社業務に対する影響力が大きいことは確かである(会社法309条・341条)。会社経営に対する影響力があるか否かは、必ずしも形式的にこれを区別できないし、影響力が大きい場合でも株主が企業者の行為するときもあれば、単に投機的な株主のときもある⁽³⁾。そして株主が、会社業務に介入するのであれば、企業価値という観点に関連してくる。株主が、会社業務の執行者を選任するだけでなく、会社業務に積極的に関与するのであれば、自らの利益のみならず株主共同の利益、株主全体ひいては会社の

利益を考慮しなければならない。会社法上の実体規定には明文の根拠はない。株主に課されるこうした行為規範は、企業価値または株主共同の利益という概念により、個々の株主の行為を規制することになる。

(2) 企業価値・株主共同の利益

① 企業価値研究会

経済産業省及び法務省は、2005年5月27日に「企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針」(以下「指針」という。)を公表した⁽⁴⁾。指針は、会社買収にもよい買収とそうでない買収がある⁽⁵⁾ことを前提としており、過剰防衛を防止し合理的な買収防衛策の原則を示すことが目的として策定されたものである。会社買収には積極的効果もありうるからである。

2004年に経済産業省の経済産業政策局長の私的研究会として「企業価値研究会」が設置され、第1回研究会が同年9月16日(木)に開催された⁽⁶⁾。企業価値研究会は、「～公正な

(3) 会社法は、子会社、子会社等、親会社および親会社等の規定において「総株主の議決権の過半数を有する」という基準以外に、「経営を支配している」という基準を用いている(同法2条3号・3号の2・4号・4号の2、会社法施行規則3条・3条の2)。さらに相互保有に関しても、会社法は、株式会社が「経営を実質的に支配することが可能な」という基準を用いる(同法308条1項かつこ書)。なお会社法施行規則67条は、「実質的に支配することが可能になる関係」を規定する。

(4) 指針において「企業価値」の意義は、「会社の財産、収益力、安定性、効率性、成長力等株主の利益に資する会社の属性又はその程度をいう。」と定義されている。「指針」2頁。

(5) 第162回国会の財政金融委員会(平成17年4月27日(水曜日))における神田教授の陳述にあるように「悪い買収はとめるべきですが、よい買収はとめるべきではありません。」ということである。神田秀樹(監修)『敵対的買収防衛策～企業社会における公正なルール形成を目指して～』(2005年)はしがき参照。

(6) 経済産業省「『企業価値研究会』の設置について」(平成16年9月16日)。「M&Aを促す制度改革(会社法現代化や企業組織再編税制の見直しなど)を推進することは引き続き重要ですが、並行して、企業固有の経営資源の過度な流出を防止するという観点から、敵対的M&Aに対する適切な対応策及びコア人材の引抜き防止策のあり方について早急に検討を行う必要があります。」としている。

企業社会のルール形成に向けた提案～」を取りまとめ、2005年5月27日に公表した。同日、企業価値報告書、学説、判例等を踏まえて、適法かつ合理性の高い買収防衛策のあり方を示した「指針」が策定されている⁽⁷⁾。

② 株主の権利の制限

企業価値・株主共同の利益の考え方が新株予約権の発行規制たりうことは、ブルドックソース事件の最高裁判所決定⁽⁸⁾が示すところである。新株予約権の発行により会社の企業価値がき損されることになる場合には、当該新株予約権の発行は差し止められなければならない。裁判所は、当該事案における差別的行使条件が付された新株予約権の発行に関して、企業価値・株主共同の利益の観点から適法なものとして判断した⁽⁹⁾。すなわち「株主に割り当てられる新株予約権の内容に差別のある新株予約権無償割当てが、会社の企業価値ひいては株主の共同の利益を維持するためではなく、専ら経営を担当している取締役等又はこれを支持する特定の株主の経営支配権を維持するためのものである場合には、その新株予約権無償割当ては原則として著しく不公正な方法によるものと解すべきであるが、

本件新株予約権無償割当てが、そのような場合に該当しないことも、これまで説示したところにより明らかである。」と判断する。さらに会社法278条2項は、株主に割り当てる新株予約権の内容が同一であることを前提にしていること、および同法109条1項が定める株主平等の原則の趣旨は、新株予約権無償割当ての場合についても及ぶとの判断を示している。

企業価値・株主共同の利益の概念は、会社買収の場面において、差別的行使条件の付された新株予約権の発行が株主平等の原則に適合しているか否かの判断に介入する。本来、差別的行使条件が付されている新株予約権が特定の株主に割り当てられるということは、特定の株主が他の株主との関係において、株主としての権利が制限されているのであるから、形式的には不公正である。平等でない不公正な新株予約権の無償交付により、特定の株主に不利益が生ずるのであれば、当該新株予約権の無償割当ては差し止められる。しかし会社の企業価値ひいては株主の共同の利益の観点から、会社法247条が規定する不公正な発行ではなく、当該無償割当ては適法であるとされた。当該無償割当てが、特定の株主にとって株主平等の原則に反し形式的には不利益であるがゆえに、本来ならばそれを回復することができる権利があるはずのところ、株主の権利が会社の企業価値ひいては株主の共同の利益の観点から制限されるのである。

(7) 経済産業省「公正なM&Aに関するルール形成について～企業価値研究会における検討状況など～」(2005年11月10日)

https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/keizaihousei/kachikenn.html (2019年11月5日)。

(8) 最決平成19年8月7日民集61巻5号2215頁。

(9) 本件の新株予約権発行は、新株予約権の無償割当(会社法277条)であるが、同法247条の類推適用により、株主平等原則(同法109条1項)等法令又は定款に違反しない(同法247条1号)、また会社買収防衛措置としてする本件新株予約権無償割当ては、同条2号所定の著しく不公正な方法により行われる場合に該当しないと判断する。

(3) 新株予約権の行使

① 総説

新株予約権の発行は適法であるが、その行使が違法になるときもある。この場合には、新株予約権の行使による株式の発行が、差し止められるのか無効原因になるのかが問題で

ある。ところで会社法では、新株予約権の発行において、事前・事後の措置を規定しており、新株予約権の発行により不利益を受ける株主は、新株予約権発行の差止め・無効の訴えによりその瑕疵を争うことができる（会社法247条・828条1項4号2項4号）。旧商法は、事後的な新株予約権無効の訴えを規定していなかった。独自の規定を置いていたのではなく、新株発行差止めに関する規定を準用していた（同法280条ノ10・280条ノ39第4項）。立案担当者によると、「新株予約権が行使されて株式が発行されれば、議決権に影響が生ずることを考慮すると、新株予約権の発行についても、その無効を主張できる者やできる期間を一定の範囲に制限することが妥当である」という理由により、会社法において新たに創設された⁽¹⁰⁾。

いったん新株予約権が発行されその効力が発生した場合には、事後的に新株予約権発行の無効を訴訟で争うことになる。新株予約権の行使により株式が交付されるまでは、事後的に新株予約権の発行が無効になることもある。会社法は、提訴期間を定めて無効の訴えを提起することができることとした（同法828条1項4号）。新株予約権の発行無効が裁判において確定すると、その効力は将来に向かって無効であることになる（同法839条・834条4号）。しかし会社法は、どのような新株予約権の瑕疵が無効原因であるのかは明らかにしていない。差止事由はあるが、新株予約権の発行が無効でない場合もある。新株予約権の発行が帯びる瑕疵の程度・態様により、その後の手続きに及ぼす影響は異なる。

いずれにせよ新株予約権が発行されその効力が生じた日から、公開会社の場合は6ヶ月（非公開会社の場合は1年）（同法828条4号）を経過すると無効の訴えを提起することはできず、当該新株予約権の発行は有効なものとして確定する。そうすると次に、新株予約権の行使が問題になることがある。

② 新株予約権の行使条件

新株予約権の発行に瑕疵があるとき、および新株予約権の行使に瑕疵があるとき、無効の訴えの提訴期間が経過したために、新株予約権発行が有効なものとして確定する以外は、いずれも新株予約権の行使に基づく株式の発行には瑕疵があるということが出来る。この場合に、新株予約権の行使に基づく株式発行の差止めが従来より議論されている。しかしここでの関心事は、新株予約権者の権利行使からのアプローチである。これを検討することにより、新株予約権の行使に基づく株式発行の差止めの法的構造をいっそう明確にすることである。

新株予約権が形成権であると解する限り、その行使に続く法律関係に株主が介入することはできないことになる。会社法247条は、募集新株予約権の発行（同法268条1項）に関して、当該発行が、①法令又は定款に違反する場合、および②著しく不公正な方法により行われる場合において、株主が不利益を受けるおそれがあるときは、株主は、株式会社に対してその発行の差止めを請求できると規定する。会社が新株予約権を発行したことによる株主の不利益に鑑み、株主の権利として新株予約権の発行を差し止めることができるとしている。そこで新株予約権者の権利行使により株主が不利益を被るのであれば、当該新株予約権の行使につき、企業価値または株主

(10) 相澤哲・葉玉匡美・湯川毅「外国会社・雑則」別冊商事法務編集部編『立案担当者による新・会社法の解説』（別冊商事法務295号）213頁（2006年）。

全体の利益の観点から、規制の契機を見いだすことはできないであろうか。ただし新株予約権者の新株予約権の行使、すなわち新株予約権者の行為の差止めは、新株予約権行使の効果が会社の行為を介さない株式交付であるにせよ、新株予約権者が株主になるという効果を差し止めることであるから、要するに株式発行の差止めではないかということである。

新株予約権の割当ては、直接的には、株主の持株比率に影響を及ぼさないし、新株予約権者は株主ではないから、株主平等の原則（会社法109条）、その他株主としての権利を援用することはできないことになる。この問題に関しては、ブルドックス事件の最高裁判所決定も、「本件新株予約権無償割当てにおいて、新株予約権の行使条件または取得条項の定めは、新株予約権の内容に係ることであって、株式の内容や株主としての資格自体に直接関係するものではないとして、行使条件や取得条項について新株予約権者間で差別的に取り扱うことを定めたとしても、ただちに株主平等原則に違反しないと解するのが基本的な論理的帰結である」として、原々審決定および原審決定と同じ結論である。

ブルドックス事件の最高裁決定から明らかかなように、会社買収防衛の場面において、株主共同の利益という概念を導入することは、場合によっては個々の株主の権利が制限される可能性がある。株主全体の会議体である株主総会については、決議の瑕疵を争う手段として、決議取消しの訴えおよび決議の不存在または無効の確認の訴えが規定されている（同法830条・831条）。しかし株主を被告とする訴えは規定されていない（同法834条）。株主は、自益権・共益権すなわち株式を保有する会社に対する権利者であることからすると、株主が自己の利益のために議決権

を行使することは、むしろ当然のことであり否定すべきではないと解することができる。

他方、新株予約権者は、新株予約権を行使することにより株式の交付を受け株主になる（会社法2条21号・282条1項）のであるから、新株予約権者の権利行使は、株主の持株比率その他権利関係に重大な影響を及ぼすことがある。実体法上の権利として、会社法210条・247条に株主の会社に対する権利が規定されているが、会社はそもそも株主のものであり株主全体の利益を考慮すべきとして、新株予約権行使を制限しうることを株主の権利として確保しなければならない。企業価値・株主共同の利益という観点から考えることはできないであろうかということである。ただし新株予約権行使の差止めは、結論的には、株式発行を差し止めることと変わらない。また新株予約権行使による株式の発行が、行使条件に反するものであるとか、株主の権利行使の観点から株主平等の原則に反するような場合には、これを無効の訴えで争うことができる。現行法はこれを規定している（会社法828条4号）。新株予約権の行使による株式発行ごとに訴訟になるというのは煩雑であるということについては、無効の訴えの場合には、その効果に対世効があると解することで対応することができる⁽¹¹⁾（会社法838条）。

以上のように考えると、個々の新株予約権の行使が問題となるたびに、仮処分を申し立てなければならない。しかしながら必要であれば、株主は自己の権利保全のために差し止めうるとすることが妥当である。また新株予約権の一部につき、そのような手続きが進められるならば、そうでない新株予約権者の権

(11) 江頭憲治郎『会社法コンメンタール6—新株予約権』286頁（282条）〔江頭憲治郎編〕（2009年）参照。

利が残り、一挙に新株予約権者の権利行使の是非が確定しないという点において、法律関係が煩雑になることは否定できない。しかしそれゆえに差止めを認める必要がないということではできない。むしろ新株予約権者の権利行使の結果、企業価値、株主共同の利益の観点から許容できない状況が明らかであるならば、当該新株予約権の行使を否定する判断がなされなければならない。特に、企業価値、株主共同の利益の観点からの判断については、特定の株主共同の保有する権利が多数に上るため、その者の権利行使は否定されるべきであるが、他の株主共同の権利行使は許容されるということもありうる⁽¹²⁾。一律に判断できるという問題ではなくなる。しかし行使条件に関する違法性が問題になっている場合には、その権利の数については一部差止めの可否が問題になることはなく、一律に権利行使自体が否定されるべきである。

3 行使条件に反する新株予約権の行使

新株予約権の行使が瑕疵を帯びているため、それに続く株式発行に関して、その差止めまたは無効が問題になることがある。ここで既存株主の確保されるべき権利について、新株予約権の行使条件に反する権利行使の効力が争われた事件⁽¹³⁾について検討してみよう。本件は、新

株予約権の行使による株式の発行に無効原因があるとされた事案である。

〔事実の概要〕

上告人Y会社は、非公開会社であり、ストックオプションの付与として、その株主総会において本件新株予約権を発行する旨の本件総会決議をした。その行使条件は、(ア)新株予約権の行使時にYの取締役であること、および(イ)その他の行使条件は、取締役会の決議に基づき、Yと割当てを受ける取締役との間で締結する新株予約権の割当てに係る契約で定めるところによると定められた。Yの取締役会は、その取締役である補助参加人Zらに本件新株予約権を割り当てる旨の決議をした。

Yの取締役会において、上場条件を撤廃するなどの本件変更決議がされ、これに沿って本件割当契約の内容を変更する旨の契約を締結した。その後、Zらが、金員をYに払い込み、本件新株予約権を行使し、Yは、各同日、Zらに本件株式発行をした。

Yの監査役である被上告人Xは、本件変更決議が無効であり、本件株式発行が、本件総会決議および本件割当契約所定の新株予約権の行使条件に違反しているとして、主的に会社法828条1項2号に基づいて本件株式発行を無効とすることを求め、予備的に本件株式発行は当然に無効であるとしてその確認を求めた。原審は、本件変更決議に上場条件を撤廃するなどの効力はなく、これによる行使条件の変更を前提とする本件株式発行は無効であるとしてXの主目的請求を認容した。

〔判旨〕

「(1) …取締役会が旧商法280条ノ21第1項に基づく株主総会決議による委任を受けて新株予約権の行使条件を定めた場合に、新株予約権の発

(12) 江頭・前掲(11)116頁(247条)は、新株予約権の発行差止めに関して、一部差止めを認めるべきであるとする。

(13) 最判平成24年4月24日民集66巻6号2908頁(以下、「平成24年最判」という)。本判決の評釈として、久保田安彦「判批」旬刊商事法務1975号19頁(2012年)、同「判批」1976号15頁(同年)、野田博「判批」ジュリスト1453号(平成24年度重要判例解説)95頁(2013年)、古川朋雄「判批」法と政治64巻3号77頁(同年)など参照。

行後に上記行使条件を変更することができる旨の明示の委任がされているのであれば格別、そのような委任がないときは、当該新株予約権の発行後に上記行使条件を取締役会決議によって変更することは原則として許されず、これを変更する取締役会決議は、上記株主総会決議による委任に基づき定められた新株予約権の行使条件の細目的な変更をするにとどまるものであるときを除き、無効と解するのが相当である。…本件総会決議において、取締役会決議により一旦定められた行使条件を変更することができる旨の明示的な委任がされたことはいかなるわけでもない。そして、上場条件の撤廃が行使条件の細目的な変更にあたるとみる余地はないから、本件変更決議のうち上場条件を撤廃する部分は無効というべきである。…

(2) … 非公開会社において、株主総会の特別決議を経ないまま株主割当て以外の方法による募集株式の発行がされた場合、その発行手続には重大な法令違反があり、この瑕疵は上記株式発行の無効原因になると解するのが相当である。

そして、非公開会社が株主割当て以外の方法により発行した新株予約権に株主総会によって行使条件が付された場合に、この行使条件が当該新株予約権を発行した趣旨に照らして当該新株予約権の重要な内容を構成しているときは、上記行使条件に反した新株予約権の行使による株式の発行は、これにより既存株主の持株比率がその意思に反して影響を受けることになる点において、株主総会の特別決議を経ないまま株主割当て以外の方法による募集株式の発行がされた場合と異なることはないから、上記の新株予約権の行使による株式の発行には、無効原因があると解するのが相当である。…

上場条件は、本件総会決議による委任を受けた取締役会の決議に基づき本件総会決議の趣旨

に沿って定められた行使条件であるから、株主総会によって付された行使条件であるとみることができる。また、本件新株予約権が経営陣の意欲や士気の高揚を目的として発行されたことからすると、上場条件はその目的を実現するための動機付けとなるものとして、本件新株予約権の重要な内容を構成していることも明らかである。したがって、上場条件に反する本件新株予約権の行使による本件株式発行には、無効原因がある。…」

(1) 非公開会社における募集株式の発行と新株予約権

募集株式等を発行する場合には、株主はその保有する株式数の割合に応じて、その割当てを受けることができるのが原則である⁽¹⁴⁾（会社法109条1項・202条）。もちろん株主平等の原則といえども、他の法理や他の価値判断との関連において併存・劣後する場面がある⁽¹⁵⁾。会社経営の観点から、業務の円滑化、取引関係、種々の会社経営上の理由により、株主以外の第三者に株式を割り当てる必要が生ずる。しかし株主が自己の保有割合に応じた株式を割り当てられないのであれば、株主の全員一致でその同意を得なければならないはずである。それは株主の数、相互の関係等、株主構成によっては、非常に困難であるか、実際上不可能である。そこで会社法も、保有割合に対する株主の利害関係の

(14) 株主割当ての場合、必ずしも望まない株式の割当てについては、その申込みをしないという選択肢がある。江頭憲治郎『株式会社法（第6版）』709頁（2015年）。

(15) 会社買収における企業価値の観点から形式的には平等でない差別的条件が付された新株予約権の無償割当ての事案がそうであるし、一般的に、新株の第三者割当てが株主平等の原則に反するというわけではない。上村達男『会社法コンメンタール3 一株式（1）』152頁（109条）〔山下友信編〕（2013年）参照。

大きい非公開会社の場合は、株主総会の特別決議、公開会社の場合は取締役会でこれを定めると規定する（会社法199条1項2項・201条1項・309条2項5号）。募集事項の決定は、株主総会の特別決議により、取締役（会）に委任することができる（同法200条1項・309条2項5号）。新株予約権の発行の決定について、募集株式の場合とほぼパラレルに規定が置かれている（同法238条1項2項・239条1項・240条1項・309条2項6号）。

会社法のもとでも、旧商法と同様に、非公開会社の既存株主の持株比率の保護が重要である。しかし会社法では、旧商法280条ノ5ノ2とは異なり、非公開会社の場合も、株主に株式の割当てを受ける権利を与える場合と与えない場合を予定している⁽¹⁶⁾。会社法202条1項は、「株式会社は、第199条第1項の募集において、株主に株式の割当てを受ける権利を与えることができる。」と規定する。これに対して、旧商法280条ノ5ノ2第1項本文は、既存株主は、新株引受権を当然保有することとし、同条項但書は、株主総会の特別決議（同法343条）で株主以外の者に対して新株発行ができるとする。すなわち会社法も旧商法と同様に、株主総会の特別決議により、既存株主の持株比率の維持にかかる利益を保護しているが、旧商法の場合は、株主は当然のこととして新株引受権を保有していた。理論的には、会社法の下でも、非公開会社の場合は、株主に対して株式の引受権を付与しないことは、株主総会の特別決議でこれを決議しない限り、他の選択肢はないと解することができる⁽¹⁷⁾。

(2) 新株予約権行使による株式発行

Yは、定款上、発行株式全部について、譲渡による取得に際して取締役会の承認を要する。会社法が規定する非公開会社である（会社法2条5号）。非公開会社においては、株主総会の特別決議を経ることなく株主割当て以外の方法による募集株式の発行は、株主権の重大な侵害である。新株予約権の行使により株式が発行される場合においても、既存株主の持株比率がその意思に反し影響を受けることがある。まさに本件はそのようなケースである。これに対して、株主に株式の割当てを受ける権利を与える場合（同法202条）や株主に新株予約権の割当てを受ける権利を与える場合（同法241条）には、それぞれ株主の持株比率および新株予約権の行使による株主の持株比率に影響はない。また新株予約権の無償割当て（同法277条）については、株主の引受けを必要とせず株主に新株予約権を無償で割り当てることができる。株主に対する割当てであるから、その持株数に応じて割り当てられるので、通常は、株主平等原則に反することはない。しかしブルドックソース事件の場合は、特定の株主に対する差別的取得条項が付されていたことから、その差止めが争われた。

公開会社の場合は、機動的な資金調達の実質的な観点から、取締役会決議により新株発行をすることができる。これに対して、非公開会社の場合は、株主構成の点から一律にはいえないが、株主総会の特別決議で株主割当てによらないことを決議しない限り、株主割当てが原則であるとする方が望ましいように考える（会社法202条対照）。本件において、最高裁判所は、「非公開会社において、株主総会の特別決議を経ないまま株主割当て以外の方法による募集株式の発行がされた場合、その発行手続には重大な法令違反があり、この瑕疵は上記株式発行の無効

(16) 相澤哲・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）」前掲注(10)50頁以下、52頁〔表〕参照。

(17) 神田秀樹『会社法（第21版）』152頁（2019年）参照。

原因になると解するのが相当である。」と判示していることから、法令（会社法）の趣旨をこの考え方に沿って解釈しているということができる。非公開会社においては、株主は当然株式の割当てを受ける権利を有するとする考え方である。法令違反の瑕疵が募集株式発行の無効原因になるか否かの問題になる。

最判昭和36年3月31日民集15巻3号645頁は、株式会社を代表する権限のある取締役が新株を発行した以上、これにつき有効な取締役会の決議がなくとも、右新株の発行は有効であると判示し、最判平成6年7月14日裁判集民事172号771頁は、新株発行は、株式会社の組織に関するものであるとはいえ、会社の業務執行に準じて取り扱われるものであるから、右会社を代表する権限のある取締役が新株を発行した以上、たとい、新株発行に関する有効な取締役会の決議がなくても、右新株の発行が有効であると判示する。最判平9年1月28日民集51巻1号40頁は、新株発行に関する事項の公示（旧商法280条ノ3ノ2に定める公告又は通知）は、株主が新株発行差止請求権（同法280条ノ10）を行使する機会を保障することを目的として会社に義務付けられたものであるから、新株発行に関する事項の公示を欠くことは、新株発行差止請求をしたとしても差止事由がないためにこれが許容されない場合でない限り、新株発行の無効原因となると解するのが相当であると判示している。本件において、裁判所は、重大な法令違反があり無効原因があるとする。法令違反の株式発行については、種々の態様があり一概にはいえないが、有効と解する場合には、差止請求の問題が生じなかった場合にまで無効原因とするのは行き過ぎであるとか、取引の安全を理由として有効と解すべきであるといった見解もあ

る⁽¹⁸⁾。

(3) 確保すべき株主の権利

非公開会社の場合における募集株式の割当ておよび新株予約権の割当てについて、会社法では、株主平等の原則が明文化されるとともに、既存株主の権利保護、特にその保有する持株比率の維持に関する重大な利害と保護の契機を見出しこれを規定する（会社法109条1項・199条1項2項・238条1項2項・309条2項5号6号）。新株予約権の行使による発行株式を予測できることになり投資者保護にも資する。本件において、裁判所は、行使条件に反する新株予約権の行使による株式の発行につき、重大な法令違反のケースと位置付けている。

新株予約権は、これを行使することにより株式が発行されるのであるから、その意味では潜在的に株式である。そのことから、会社法では、新株予約権を発行した場合に、その数、行使条件等を株式の発行可能株式総数および発行済株式総数とともに登記事項としている⁽¹⁹⁾（会社法911条3項6号9号12号）。旧商法280条ノ20第2項は、4号に各新株予約権の行使に際して払込みをなすべき額、5号に新株予約権を行使することを得べき期間、そして6号に前二号に掲ぐるものの外新株予約権の行使条件を規定していた。しかし会社法は、登記事項としているにとどまる。株式会社は、新株予約権を発行する場合には、募集新株予約権の募集事項の一つとして、その新株予約権の内容を定めなければならない（会社法238条1項1号・239条1項

(18) 拙稿「新株発行の無効原因」家近正直編『現代裁判法体系⑩〔会社法〕』379頁以下（1998年）参照。

(19) 松井秀征『会社法コンメンタール20—雑則(2)』266頁（911条）〔森本滋・山本克己編〕（2016年）。

1号)。新株予約権の行使条件は、新株予約権の内容の一つの要素であると解されている⁽²⁰⁾ (同法236条1項4号・911条3項12号ロハ)。新株予約権の行使条件その他新株予約権の内容等は、新株予約権の基本的な募集事項であり、これらについては募集事項の決定を取締役等に委任するに際しても、なお株主総会において決定すべきこととされた⁽²¹⁾ (同法239条1項)。このように旧商法において取締役会で決めることができた行使条件であるが、会社法の下では、非公開会社である取締役会設置会社においても、株主総会において定めなければならない。それゆえ株主平等の原則とともに、非公開会社における株主の権利保護が重要なものとして認識され、立法においても確実にそれが表現されているということができ、株主保護が強化されているということができる⁽²²⁾。

4 おわりに

平成24年最判を素材として、非公開会社の株主が当然に株式の割当てを受ける権利を有するかということに関して会社法の趣旨を再確認するとともに、新株予約権行使の差止めの可能性を検討してきた。

新株予約権の発行に瑕疵があるときは、その差止めまたは事後的に当該発行に無効原因があるかが争われうる (会社法247条・828条1項4号2項4号)。さらに新株予約権の発行に瑕疵

があるとき、当該新株予約権の行使に基づき発行された株式の効力はどのように考えるべきであろうかという問題に発展することもある。ピコイ事件⁽²³⁾において、裁判所は、新株予約権の発行手続きに会社法247条の差止事由がある場合には、それに続く新株発行手続も当然同法210条の差止事由があるとして、新株予約権無償割当てに基づく新株発行の差止めを認めた。裁判所は、被保全権利について検討した結果、「本件新株予約権無償割当ての効力は既に生じており、これに基づく新株が発行されると、相手方が著しい損害を被るおそれがある…から、保全の必要性が認められる。」と判示した。裁判所は、被保全権利について会社法247条各号該当性を検討している。

新株予約権の行使に基づく株式の発行に関しては、さらに新株予約権の行使そのものの差止めの可否という課題について、有益な示唆を得ることができたと考える。新株予約権の行使の段階で差し止めることができるということは、タイミングとして、株式発行より前であるから、株主の権利保護の観点から無用の手続きの進行を止めるという意義がある。新株予約権の発行の差止めの機会があったのに、それをせずに新株予約権の行使を差し止めまたは株式の発行を差し止めるということは、2個の差止請求権が併存することになる。差止めの機会がない場合にも、新株予約権の行使または株式の発行の差止めを考慮するメリットがある。ただし無効の訴えの提訴期間を徒過した場合には、もはや当該新株予約権は有効なものとして、爾後その行使による株式発行を争うことはできない。

(20) 吉野太人・産田実代「商業・法人登記実務の諸問題 (1)」民事月報64巻8号25頁以下 (2009年)。

(21) 松井秀征『逐条解説会社法 第3巻 株式・2／新株予約権』268頁 (239条) [酒巻俊雄・龍田節編] (2009年)、吉野・産田・前掲注 (20) 26頁。

(22) 平成24年最判における寺田逸郎裁判官の補足意見・民集66巻6号2919頁以下、野田・前掲(13) 96頁参照。

(23) 東京高決平成20年5月12日金融・商事判例1298号46頁。拙稿「差止事由ある新株予約権発行に基づく株式発行」社会科学雑誌第17巻112頁 (2017年)、および同115頁注 (26) で引用の文献参照。

会社法は、実体的権利として、新株予約権の発行差止めおよび無効の訴えを規定している。また株主は、自益権・共益権からなる株式を保有し、会社に対する権利者である。これら株主の権利が、会社法においては強く意識されているとともに、会社の企業価値ひいては株主の共同の利益の観点から制限されうる⁽²⁴⁾。既存株主の持株比率は、新株予約権の行使により株式が発行されると、その意思に反して影響を受けることがある。平成24年最判の事案のように、新株予約権の行使条件に反する権利行使による株式の発行には無効原因がある。株主が保有する新株予約権の行使にも制限の可能性があるということである。株主平等の原則、企業価値ひいては株主共同の利益等、確保すべき株主の権利を被保全権利にかかる重要な利益として、新株予約権の行使を差し止めることは可能である⁽²⁵⁾と考える。

(24) 株主総会における議決権の行使に関して、近藤光男「判批」旬刊商事法務1275号46頁（1992年）参照。

(25) 新谷勝『会社訴訟・仮処分の理論と実務〔増補第3版〕』604頁（2019年）参照。