

新株引受權の基礎

大野 實雄

- (一) 慣習による新株引受權
- (二) 新株引受權の法定論とその根拠
- (三) 法定回避論とその批判
- (四) 新株引受權の基礎
- (五) 新株引受權の法性
- (六) 餘論——勞働者と新株引受權——

一 慣習による新株引受權

株式會社が新株發行の方法によつて、その資本を増加する場合において、一般に舊株主という名稱で呼ばれているところの特定時現在の株主が、株主たる資格に基いて當然新株引受權を有するものであるかどうかという問題は、少くともわが國においては、法律的にも、實踐的にも、明確な解決が與えられていない。企業の實踐において新株引受權が與えられている具體的事例について觀ても、單にその比率が舊株式の數に比例するというに止まり、増加資本全體の何パーセントについて、この比率が與えられるかという點になると、増資を決議する株主總會なり、その後の取締役會なりによつて任意に決定されているため、數字は極めて區々である。

わが國においては、多くの學者が指摘しているとおり、慣習によつて舊株主に新株引受權が與えられてきたことは言うまでもないのであるが、一體いつ頃からこうした慣習が生まれたものか、淺學な私には自信をもつて言うことはできないけれども、手近かにある資料をあさつた結果によれば、一八九三年すなわち明治二十六年九月七日の東京株式取引所の臨時株主總會が、當時の資本金二十萬圓に十萬圓を増資して三十萬圓とした際に、増加資本金十萬圓をその年の九月三十日現在の株主に全部割當て、しかもその拂込には、十月一日現在の剩餘金十萬三千四百七十六圓八十二錢五厘から振替えて充當したというのが、初期の例として擧げられる（東京株式取引所五十一年史、三二頁以下）。東株の第二回増資は、一八九六年二月二十三日の臨時株主總會で決議されているが、この時は所謂倍額増資であつて、その年の六月三十日現在の株主に對して、舊株一株に對し新株一株の割合で全株を割當て、株主以外の第三者に對しては一株の割當をも行つていなかった。ところが、一八九七年すなわち明治三十年五月十日の臨時株主總會が第三回の資本増加を決議したときから、株主以外の第三者に對しても、新株引受權が與えられるようになったことが注目される。東株はこの時に資本金を六十萬圓から百二十五萬圓に増加したのであるが、一株五十圓の額面株を一萬三千株發行し、その中千株すなわち新株の〇・〇七六パーセントを仲買人に割當てたほかは、全部舊株主に割當てている。更に私にとつて興味深く感ぜられるのは、一九〇七年すなわち明治四十年三月九日の總會で決議されたその第五回目の増資において、十六萬株の新株の中から、仲買人に對して一萬株を、役員及び功勞ある所員に對して千株を、それぞれ割當てていることである。ここに言う「役員及び功勞ある所員」という範疇が具體的にはどういふ種類の人々であつたかは知る由もないが、これを今日の言葉で讀替えれば、非株主たる従業員又は勞働者ということになるであらう。

然るに、昨年八月十三日法制審議會に付議された商法の一部を改正する法律案の要綱が江湖に紹介されるに及ん

で、新株引受權の去就即ちこれを法定すべきか否かの問題がにわかに活潑な論議の對象とされるに至つた。というのは、この要綱の第二十七項に「株主は、その有する株式の數に應じて株式引受權を有するものとし、この引受權については、定款又は特別決議をもつてこれを排除し、もしくは制限し、または第三者に與えることができること」という方針が示されていたからである。もつとも、西歐においては既に一八九七年のドイツ商法第二百八十二條及び第二百八十三條を始めとして、一九三五年八月八日のデクレ（同年十月三十日のデクレにより修正）によるフランスの立法のように新株引受權を法定する法制が續出したし、更にアメリカでは一八〇七年にマサチュセツツの裁判所が舊株主の新株引受權を認めしめた（Gray v. Portland Bank, 3 Mass. 364, Cook, A Treatise on the law of corporations having a capital stock, 8ed. Vol. I, p. 946）。但し、わが國の學者の中にも、つとにこの問題を探り上げて、株式會社立法の將來に多大の示唆を與えていた學者もなくはなかつた。すなわち八木教授は「株主の新株引受權を法定せる諸國に於ける最も重要な課題が、その排除の方法如何にあることは、各國法の規定の沿革及びその内容に徴して疑ふべからざる事實である。少くとも大陸の諸國が株主の新株引受權を法定せる動機が、大株主乃至理事者による募集及び割當自由の原則の濫用にあつたことは、敢て疑はないが、果してこれが株主の新株引受權の眞の根據であらうか。株主の新株引受權は果してかゝる政策的な根據をその眞實の存在理由とするものであらうか。株主の新株引受權が一度び獨逸に於て法定せらるゝや、各國法が續々これに倣つたのは、唯だ各國共に獨逸と同様の弊害に苦しんだという事實だけによるものであらうか。抑々募集及び割當の自由を肯定せることがかゝる弊害を生む必然性を有してゐるからではなからうか。即ち、これが否定され、これに代へ株主に新株引受權が肯定さるべき必然的理由があつたからではなからうか。株主の新株引受權を法定せる諸國に於て、法定そのことは全然疑問とせられず、唯だその排除のみが論議せられ

てゐるのは、前者が必然的本質的理由を備へてゐるからではなからうか」と論じて、新株引受權の法的根據を探究すべきであることを示唆され(八木弘・株主の新株引受權、國民經濟雜誌第
七十二卷第三號七〇、七一頁、昭和十七年)、松田博士は「理論上より考察する時は、恰も

利益配當請求權が企業の維持遂行の爲に必要な場合に限り、制限せらるゝと等しく、新株引受權も亦斯かる必要ある場合に限り、剝奪又は制限せらるべきであらう。但し、立法論として考ふる時は企業の維持、遂行の爲必要なや否やの判定に付困難なる問題を生ずるに鑑み、少くとも獨法に倣ひて舊株主に法定の新株引受權を附與し、之が剝奪又は制限は必ずや特別決議によるべきものとすることが必要なりと思惟せらるゝのである」とされ、ウィーラントと共にその根據をば「資本増加により舊株主の純益 (Gewinn) 及殘餘財産分配請求權が侵害せられ、其株式の價格が下落する限り、舊株主に新株引受の特權 (ein Vorrecht der Stamaktionäre auf den Bezug der neuen Aktien. Bismarck) を與ふるを以て衡平の原則に適合する」ものとされていたのである(松田二郎・株式會社の基礎理論(株式關係を中心として)五〇八頁、昭和十七年)。

然るに要綱の公表後において試みられた多くの勞作においては、必ずしも新株引受權の法定主義が支持せられていないこと後に詳述するとおりであるのみか、昭和二十五年一月十日現在の要綱は、先に掲げたものと全く趣を變えて「新株引受權は、定款又は特別決議をもつて、株主又は第三者に與えることができること」(同第三
十七項)と改められてしまつた。三菱倉庫株式會社社長で法制審議會の委員の一人である大住達雄氏は、隨筆調ではあるがこの問題を扱うのに「株主に新株の法定引受權を與えないで、定款の規定によつてこれを認めることと、新株引受權を與えておいて、これを定款の規定により、または株主總會の特別決議により、排除または制限することとは、結果においては何れも同じであるともいえないことはないが、持たないものを與へることと、當然持つてゐることとは、その受ける感覺が違ふ。また始めから持たないことと、持つてゐるものを奪ふこととは、これまた感情が違わざるを得ない。從つ

て、前者を採る方が會社の運用と資本の調達は圓滑に行われ、後者の場合は、種々の支障を來す惧れが充分ある」

いう會社本位株主無視の態度をとつておられるように推測される（大住達雄、株主の新株引受權についての問題點、實業之

五一頁、但し）。從つて、要綱が先きに指摘したように書き改められるに至つた裏面には、こうした感覺論ないしは感

情論が強引に主張されたかのごとくにも臆測されるのであるが（註、それは兎に角として、大住氏の所謂「持たない

ものを與える」という考へ方で株式會社法を見てゆくことが許されることであるかどうかは大いに疑問である。そし

てまた改正された要綱第三十七項のような條文を作ることになるならば、私が最初に掲げた一八九三年の東京

株式取引所の第一回増資この方の慣習を経済民主化のための商法改正と銘を打つて法文の中に載録するというだけの

ことであつて、いかに商法が慣習起源性を有するからといつても、立法としては全く意味をなさないのであること

を意識しておかなければならない。ところが昭和二十五年二月二十五日閣議決定したという改正法案によると、新株

引受權に關する主なる條文は第二八〇條の二として「會社の成立後新株を發行する場合に於ては、左の事項にして定

款に定なきものは取締役會之を決す。但し本法に別段の定あるとき又は定款を以て株主總會が之を決する旨を定めた

るときは此の限に在らず。一、新株の額面無額面の別、種類及數 二、新株の發行價格及拂込期日（三、四略）」、

第二八〇條の三として、「株式の發行總額其の他發行の條件は發行毎に之を均等に定むることを要す。但し新株の引

受權を有する者に對し有利に之を定むる場合は此の限に在らず」、更に第二八〇條の四として、「新株の引受權を有

する株主は其の有する株式の數に應じて新株の割當を受ける權利を有す」、第三四七條として、「會社が發行する株

式の總數は發行済株式の總數の四倍を超えて之を増加することを得ず。會社は發行する株式の總數を増加する決議

うるときは其の旨を定むることを要す」となつて居り、これらの條文が大した修正もなく國會を通過するように豫見される。要するに改正法案によれば、所謂授權資本のワク内に於ては定款に規定せぬ限り株主の新株引受權は排除され、このワクを超える場合にも特別の決議がなければ、やはり排除されるという結果となるのである。こうなれば、最早單なる慣習の再確認というよりも、むしろ取締役の權限強化による慣習の變容を認めんとすることになるのである。私は獨佛やアメリカの數州の立法及びわが國に正當にも數十年來行われてきた慣習の先驅的形態の中にこそ新株引受權の正當なる姿を見出さんとする者であるが、これは後の敘述によつて自ら明瞭となつてくるであらう。

〔註〕大佳氏のような資本家代表委員のほか、經團連等が、資本家的立場から獨自の意見を發表していたことは周知のとおりであるが、勞働者側が改正要綱に對して極めて冷淡であることは、わが國の勞働運動が未だ幼稚な段階に在ることを示す證據である。

二 新株引受權の法定論とその根據

何故に新株引受權の法定主義が問題とされなければならぬか、ということから先ず分析してかゝる必要があるのであるが、これは既に一般の認識していることでもあらうから、ここに多言を用いる必要はないと思うが、その主たる理由となるものは、第一に議決權を通じての企業支配の問題であり、第二にはプレミアム發行などに基因する企業利潤分配の問題である。先ず議決權の問題であるが、これは Geitzenberg の舉げたそしてカリフォルニア大學の Ballantine 教授の引用される設例 (Ballantine, Private Corporation, 1927, p. 306) にあるように、A は百株、B は

百株、Cは三百株の各株主をもつ會社が、假りに十二株の増資に際して、この全部をCの友人Dに引受けさせたとする、CDの持株は三百十二株となつて、ABの持株三百株に優越するが、舊株主にその持株の數に應じて十二株を引受けしめるときはAの持株百二株とBの持株二百四株との合計は、Cの持株三百六株と見合うこととなり、増資による均衡の破壊を防止し得るから、株主の地位には聊かも消長を來たさなまいと云ふことであり、次に企業利潤分配の均衡に關しては、例えば資本金百萬ドル、資産百五十萬ドル、負債二十萬ドルの會社の純財産百三十萬ドルと假定し、一株の額面を百ドル、株式の總數を一萬株とした場合、一株の book-value は百三十ドルとなるが、今この會社が所謂三倍増資で二百萬ドルを増加せんとするときは、會社の純財産三百三十萬ドル、一株の價格は百十ドルに下落するが、この新株をパーで引受ける結果、舊株主は百三十ドルから百十ドルを差引いた一株當り二十ドルという舊株式について失うところのものを、パーで引受けるため一株について十ドル、従て舊株一株につき新株二株の割當による二十ドルを利得しうる結果、舊株において失うところのものを新株によつて補ひえて均衡を保つことができるが、若し舊株主に新株の優先引受權 (preemptive right) が認められない場合は、舊株に付いて失つた利潤を回復しえないことになり、また假りに第三者に百三十ドルのプレミアム付で割當てることによつて剩餘金に對する權利の點で消長がなかつたとしても、議決權の比率において均衡が破られることを防止することができないからである。そしてバランタイン教授の所論は觀念的にはいかにも正當ではあるが、次の數字によつても明かであるとおりに、額面超過發行の場合における額面超過部分の大半すなわちその約七〇パーセントが新株の發行費用として消費され、剩餘金として殘存しえぬことが明かであることも注意されてよい。もつとも舊株主に全部割當てる場合でも發行費用を要することは勿論であり、經濟的には多くの手数料を支拂わざるを得なかつた點で、額面以下の發行を認めるに等しいとまで批

難されたこともあつたのであるが、公募に比すれば、はるかに少額ですむことは豫想しえられるのであるから、舊株主が當然負擔する害の發行費用を第三者が代つて負擔したと見ることもできないわけである。次表は昭和二十四年四月から六月にわたる三ヶ月間に、増資新株の募集について證券取引委員會に對する届出の効力の發生した二百十八社に關する發行費用等の集計である。（單位千圓）

増資額	一二、六〇四、八一〇
額面超過金	一、〇七八、七五〇
合計	一三、六八三、五六〇
發行費用	七四五、五二七
差引手取金	一二、九三八、〇三三
發行費用の内譯（單位千圓）	
株主總會費	一二、四三二
株金拂込手数料	一一七、六三四
證券會社募集手数料	一八四、六三〇
株券印刷費	一一七、七八〇
目論見書印刷費	三九、一三九
届出手数料その他届出に關する費用	三、二八九
株式申込證、割當通知書その他の印刷費	三一、八九四
廣告費	五三、五九九
通信費	三〇、六一八
募集に關する説明會その他これに準ずる費用	二六、六八三

登記費用	八七、七五二
雜費	四〇、〇七七
合計	七四五、五二七

この表によるときは發行費用はプレミアムも含む増資額合計の五パーセントに過ぎないことが證明されると同時に、發行費用の中には公募なるが故に必要とされる諸費用が相當含まれていることをも知りうるのである。

このように議決權の比率の問題と利潤參加の問題とが、新株引受權を法定すべき根據とされるのが通例であるが、議決權というものは株式の引受による株主たる資格の取得を前提として初めて發生する附隨的な權利であるから、結局利潤參加の問題が新株引受權を法定すべきや否やに關する基本的な問題となるわけである。

この問題を分析するには増資の際の新株式引受の性質を決定することが前提である。ところが、株式の引受そのものの性質は設立の場合たと増資の場合たるとによつて殆んど差別を認めることはできないから、結局、株式の引受とは何かという極めて古い、然しながら株式會社法の理解にとつては極めて基礎的な問題の解明を迫られることになるわけである。私の推測にして幸いに誤りなしとすれば、株式の引受とは企業に對する貨幣資本 (le capital argent) の投下であり、企業は貨幣資本と勞働資本 (le capital travail) の投下によつて始めて運轉が可能となるところの資本主義的な組織であり、その運営による利益の獲得と分配とが唯一の目的である。市民社會の企業は、このような意味においてこれを理解する以外、説明の與えようがない。株式 (資本株) の引受は、申込人と企業との間における利益の配當を目的とする貨幣資本投下の約束であり、法律的にはやはり契約の範疇に屬するものとしてこれを把握することができるのである。わが會社法は株式會社に關する許多の條文を包擁しながらも、そもそも株式會社とは何かとい

う問題に付いては少しも觸れていない。しかし、株式會社の定義はフランス民法第千八百三十二條に *La société est un contrat par lequel deux ou plusieurs personnes conviennent de mettre quelque chose en commun, dans la vue de partager le bénéfice qui en resulte. s'entend* 會社とは二人以上の人があるものを共同出資して、會社から生ずる利益を分配することを企てようとする契約である、という規定の中に、いとも明白な表現を與えられているのである。株式會社を一の社團として理解することと、企業としての株式會社の本質を契約に指定することとは混同すべきではない。換言すれば、資本主義の發達に呼應してデフォルメされている現代の株式會社法制よりも、プリミティブではあるが、初期のそのの方が、はるかに企業としての株式會社の本質を明白に表現していると言えるのである。このことは商品としての株式に對して「利潤證券」という名稱が與えられ、株式讓渡自由の原則によつて、株主は何時でも自己の投資を引あげ社團から脱退しうることを、從てまた企業は長期の固定資本の調達を可能とされ、巨大な貨幣資本を以てすれば、資本金相互間における資本爭奪の場たる證券取引所を介して、企業間の弱肉強食をも可能とするのである（（エングルス、空想より科學）、大内譯岩波版六一頁）。されば増資新株の引受は、額面金額又は發行價格によつて表わされる貨幣資本の出資により、ゴーイング・コンサーンとしての企業の利益に参加することを目的とする契約であり、そのためにこそ舊株主の有する利益參加權と鋭い對立を生ずるのである。すなわち、取締役の權限がいかに強化されるべきものであるとしても、舊株主の有するこの權利を侵害してまでもいゆる割當の自由が認容されるべきではないというのが、ウィーラントの言う衡平の法則（*Gebot der Billigkeit*）に外ならない。ロワイエが、舊株主が新株を引受け企業に参加するために支拂わされるプレミアムは、企業のもろもろの危險を負擔し犠牲を忍受してきた舊株主と平等の立場に起つがために支拂わされる入場税（*un droit d'entrée*）であり、從てこれは舊株主に配當すべきものでもな

く、また新なる収益として課税の対象とされるべきものでもないと言っているのが想起される（註）。またコンモン・ロオにおいても、株主と會社との契約の本質は利益分配契約であり、資本の出資を對價として利益配當及び殘餘財産の分配に参加する權利が與えられる契約であるとされ（富山康吉、アメリカ會社法に於ける新株引受權、三十八頁）、バランタイン教授もまた、企業の目的は株主の利益のために各種のビジネスを行うに在るのであり、各株主はその持株の數に比例して利益の分配に與りうるものとされ、毎年々々利益を資本に組入れて剩餘金を無限に蓄積する（autofinancier）のが企業の目的ではないし、取締役はこの目的以外の目的で利益配當を中止したり、利益の減少を圖るべきものではないと説明している（Ballantine, op. cit., p. 501）。新株引受の性質はこのようなものとしてこれを理解することが妥當であるが、これと證券市場の發達による投機とは區別して考えねばならない。近時、多くの學者が無額面株（no-par value stock）の制度をわが國に移植する理由と共に新株引受權の法定を躊躇する理由の一つとして擧げる所謂資本調達（value stock）の機動性は多分にこの投機的要素を前提とするものであることは疑いない。元來投機株主は更に後續する増資を見越してこそ新株の引受を敢えてするのであり、第二、第三の増資新株が多額のプレミアムを以て賣出されるときに、慣習の許容する額面引受の利益がこの投機を誘うのであつて、株式という商品は各個の投機株主の思惑によつてねらわれた利益を生んでは手放され、市場に轉讓してゆき、一回の使用によつて流通面から姿を消すことなく、たまたま株價の下落を生じて流通性が停滯する期間だけ、恰かもトランプのスペードの札のように不運な株主の手許に休息するに止まるのである。投機市場における株價の騰落は、名義書換などを全く無視して株式を無記名證券化し、投機者流の利益をもたらすだけであつて、企業にとつては何等のプラスをも與えることができないのみか、ケインズの指摘したとおり資本の爭奪と企業の弱肉強食に一つの基準を與えるに過ぎないのである。試みに終戦後のわが國における

企業の資金調達の経過を一瞥すれば、この間の事情は自ら明白である。舊株主に對して大多數の企業が五十圓の額面引受を認めながら、公募のプレミアム付きが六、七十圓から三、四百圓或いはそれ以上にも及んだことは周知のとおりであり、去る二月十九日に證券民主化議員連盟の發表した株式白書に依れば、終戦後における各企業の株式拂込金は

昭和二十一年	二、四〇四
同 二十二年	七、二二二
同 二十三年	四一、八四九
同 二十四年	八二、二二六

（單位百萬圓）

となつてゐる（同月二十日、日本經濟新聞に據る）。この數字はインフレや昭和二十三年四月の臨時資金調整法の廢止、同二十四年三月の復金の機能停止などのほか、財閥解體による證券處理調整協議會を通じてのいわゆる放出株や根本的には敗戦による設備の荒廢など山積する惡條件が拍車をかけて、このような尤大さを示すに至つたものであらう。學者の力説する資本調達の機動性にも拘わらず、現實の事態は皮肉にも、自己資本の調達を飽和點に達せしめ、社債への轉向を示しているのが最近の情勢であり、増資不能の企業が續出するに及んで、昭和二十四年末には日銀の斡旋による増資調整協議會が設けられ、株式及び社債の月間發行高が制約されている現状をみると、そして日本産業の將來にそれほど大きな期待を持ちえないわれわれにとつては、舊株主の利益を害してまでも、その新株引受權の法定をためらい、資本調達の機動性を高唱することがいかにアナクロニスティックであるかが判るのである。

〔註〕 P. Pic, *Traité général théorique et pratique de droit commercial*. Collection Thaller. Des sociétés commerciales.

三 法定回避論とその批判

新株引受權を法定せんとする立法が回避される理由としては、多數の學者が殆んど同一の理由を擧げてゐるから、ここに一括してそれを紹介すると共に批判を試みることにしよう。但し注意せねばならぬことは、今回の商法の一部改正が、いわゆる外資導入の方便としてアメリカの數州の法と同一の法的地盤を早急に用意するという、何れかと言えば實際的な必要に迫られての企てであり、従てアメリカ資本主義の繁榮の歴史を経験していない日本の企業にとつては、多分に裝飾的な嫌いがあることと、日本の資本家乃至經營者の企業に對する考え方が果してアメリカ的な企業法にマッチするかどうか疑問視されること及び國民所得 (le revenu national) や生活水準 (le niveau de vie) を著しく異にし、生産物そのものの範疇や技術的進歩の及びもつかぬ較差などを考えるとき、改正案に對する、より深い批判と反省を必要とするように思う。然るに前述のような事情から、盛んな論争もなく法典化が實現されんとしていることは甚だ遺憾である。

しかし、ここでは政治論を描いて、専ら法律論としてこの問題を採り上げ、引受權の法定を回避する理由を項目別に擧げて卑見を陳べて行こう。

——資本調達の機動性を害し、授權資本制を認めた妙味が失われるとの見解。この理由は最も多くの學者の主張す

るところで、例えば松田博士のように、獨法系に立つ限り、株主に新株引受權を認むべきであるが、授權資本の採用と共に新な見地より改めて検討すべき問題となつたのであるとされ、立法關係者としての不自由な立場から、新株引受權を認めることは理論的であり、かゝる考へ方は授權資本及び無額面株式の採用によつて拍車づけられるとしつゝも「基礎理論」における立場をすてて「しかし授權資本制度は、會社資金の需要と金融市場の狀勢に應じて、新株を發行し得る機動性を與えんとするものであり、若し株主に引受權を認めるときは、これを奪う毎に總會の決議を必要とすることゝなり、新株發行を總會決議事項より取締役の權限に移した授權資本制度の妙味は失われる」と主張されるのである（法律時報第二二〇卷第三號三二頁）。これと大同小異のものに「資本を一般市場から有利な條件の下に調達する途は全く封じられてしまふ」とするもの（岡咲恕一、株式會社法、改正の諸問題、一七頁）、「必らず新株引受權を認めるとすると、少數發行は完全に不可能となる上、第一事の迅速を害し、折角認めた授權資本の利點を滅却するおそれがないではない」とするもの（鈴木竹雄、同書、四六頁）、「授權資本制度の採用は、企業に於ける資本調達の機動性をはかり、延いてはそれによつてわが經濟再建に資することを目的とするものなるを考ふれば、新株引受權につきあまりにも嚴格且つ硬直的な規制をなすことによつて、授權資本制度の機能を阻害することは不適當である」とするもの（富山康吉、前掲、四九頁、五〇頁）などである。

確かに從來の増資手續は決して簡單ではなかつた。この點社債の發行も同じであるが、改正案は商法第二九六條を改めて、取締役會の決議によつて社債を募集しうることにしているから、授權資本のワク内の新株發行と同様、總會を経る必要がなくなるわけであるが、從來の例に見ても明かであるように、資本調達の難易は商法の條文や財務技術の巧拙によるといふよりも、むしろ資本市場の經濟的な動向に完全に左右されてきたのであるから、取締役

の權限がいかに強化されても、それだけでは何も出来ないことは自明である (*qui peut le plus, peut le moins.*)。いかに資本調達の機動性を高唱しても、資本市場の餘力と育成とがなければ到底改正案の目的は果されないであろうから、この點を力説して新株引受權を奪うことには贅意を表しがたい。資本市場から有利な條件で資金を調達するという意味の中には、恐らくプレミアム付發行ということを考慮に入れられていることと推測されるが、一面からみれば、プレミアム付發行による方法は、株主割當よりも多くの資金を市場から吸い上げることであり、それだけ資本市場を壓迫することゝなつて、却つて機動性を害う結果を生ずる。また資本調達の機動性という言葉はいかにも快適に響くが、それが終戦後に見られたような引受競争を刺戟することゝなり、その結果はごく最近の事例に見られるような増資の延期調整、タナ上げとなつたり、公募を中止して全株を舊株主に割當てるような事態にまで立至つたのである。現に昭和二十四年中に増資を決定しながら、同二十五年四月以後に延期することを餘儀なくされたものや、大量の新株を株主割當で行うもの(例えば日本石油の百八十萬株)や、日本郵船の百萬株をはじめ多數の會社が一旦決定した増資タナ上の状況にあることを注視すべきではなからうか。舊株主に新株引受權を與え所謂自己募集を行つても、決して資本調達の機動性を害しはしない。否、却て公募のための手數と費用とスキャンダルを防止しうるのであり、資本市場が自己募集すら不能とするような梗塞状態に在るとき、公募がいかに困難であるかは何よりも雄辯に事實がこれを證明しているのである。改正案は舊株主の利益を顧みないで、又しても企業自體の利益というような幻影を追う觀がないであらうか？ もつとも、こうした貧窮状態に悩み、敗戦後の *démarrage* の状態にある日本の企業であればこそ外資が輸入されるのだと考えるならば、それはもはや法律論ではなくて政治論に席を譲ることになるであらう。株式會社はこれを組合と解しようが社團と解しようが法律的には一のアブストラクトであ

り、實質的には株主と労働者のものであり、取締役は株式會社の頭腦でも血液でも心臓でもなくて、單なる腕である。そして腕の強化は日本において極めて多くの危険を生むことを私は惧れるのである。

——株主は新株引受權の法定に關心がうすいとする見解。これを指摘したのは松田博士である。博士に依れば「債權者の地位にある一般株主の主たる關心は持分的割合維持の點に存せずして、利益配當の多寡と株價の高低の點に存する……」とし、株主の心理的傾向を據點として新株引受權の排除を理由づけようとするのである（松田博士、前掲、三二頁）。松田博士がいわゆる社員權なるものを否認して、株主權の本質を利益配當並に殘餘財産分配請求權を基本とする債權者的權利であるとされ、株式の引受を契約と見られる立場から、夙に傾聽すべき勞作を發表されてきたことは周知のとおりであり、私も株主の地位をかかるとして理解することに全幅の同意を表するものではあるが、一般の株主が持分的割合の維持に對して關心を有しないとされる博士の所論には反對である。博士が指摘されるとおり、株主は利益配當の多寡と株價の高低に對して異常なるそして又盲目的なる、他律的なる、偶然的なる、投機的なる關心を有することは眞實だと私も思う。しかし夫れはすべて株主が配當しうべき利益の何程存するかも、そして又いかなる價格が自己の有する株式の眞の價格であるかも知らないからである。株主に知らされるものは貸借對照表や損益計算書の結論的數字だけであつて、その詳細な内容や數字の動きは知らされない。改正案第二百九十三條の六に依れば、發行済株式の總數の十分の一以上に當る株式を有する株主は、會計の帳簿及び書類の閲覧又は謄寫を請求し得ること、この請求は理由を附したる書面を以てすることを要すとされ、さらに同條の七に依れば、この請求も、會社にとつて不適當な時期になされたり、會社の業務の運營を害するときには拒否されることになつて

いる。今日發行濟株式總數が一千萬以上に達しているものも珍らしくないし、資本からみれば十億、二十億の會社もあるのであつて、大企業となればなるほど少數株主のインスペクションは事實上不可能となるであらうし、請求拒否のための一般條項はあまりにも廣すぎるから、小企業の株主と雖、自己の會社の經理狀況を合法的に知ろうとしてもその手段がないわけである。誰か自己の權利の對象を知らずして權利の主張をなしえよう。後に述べるスタッセンの言葉のように、勞働者が雇主の行動を知る權利があるならば、株主は取締役の行動を大小となく知る權利をもたねばならない。取締役の行動が株主に知られるということとは、取締役の地位の強化を決して妨げるものではない。勞働者が經理の公開を求めて己まぬ理由もここにあるし、株主が盲目的に利益配當の多からんことを念願とするのは市民社會の通念である。配當に多大の關心を持つ裏面に潜む株主の 'Corporate Democracy' の要請を捕捉しないで、逆に株主は持分的割合維持に關心を有しないとされる博士の所論は殘酷ではあるまいか。昭和二十五年二月二十五日國會に對して大藏省から提出したという次の株主調査（東京證券取引所上場株中の）。を見れば思半ばに過ぎるものがある（同年二月二十六日、朝日新聞所報）。

一萬株以上の株主	二厘（〇、三三五）
五千株以上の株主	一厘（〇、〇四一）
千株以上の株主	二分七厘（〇、一七三）
五百株以上の株主	四分四厘（〇、一〇）
百株以上の株主	四割（〇、二八八）
百株未満の株主	五割二分六厘（〇、〇六二）

〔カッコ内は資本に對する比率〕

——數種の株式があるときは、計算技術的な困難があるから、新株引受權の法定を回避すべしとの見解。この見解の代表的なものは「元來新株引受權は會社が單一の株式しか發行しなかつた時代にはじまつたものであつて、株式の種類がわかれ、會社が數種の株式を發行する場合には、計算技術的な困難を伴うので漸次これを認めない趨勢にある……とする(岡咲、前掲、一七頁)」。數種の株式がいつ頃からわが國で發行され始めたか詳しいことは知らぬが、外國と同様に資本主義の發展に即して各種の株式が発生してきたものであることはいうまでもないことであらう。しかも苟も株式の範疇に屬する限りその本質は同一であつて、これにより會社が資金調達を容易にしてきたものであり、計算が複雑化することは初めから豫見されたことであつた。岡咲氏の言われるように數種の株式の發行あるときは、いかにも計算技術的な困難がある。特に改正案第二百八十條の四のように「株式の數に應じて」新株引受權を認めるときは、この困難さは著しい。しかし、計算が困難だからとて舊株主の持分的割合を維持する努力を拂わななくてもよいとは言えぬであらう。新株引受權を法定したフランスでも同様な困難を経験したため、立法では舊株の有する總價値に應じて (proportionnellement au montant de leurs actions) すなわち資本の價値の函數に應じて割當てることとしてゐる (H. Solus, La réforme du droit des sociétés. 1938. p. 298)。困難を生ずる原因は株主側の過失に在るのではなくて、會社が利益したために外ならぬことを思えば、會社は不眠の努力を拂つてゐるこの困難を克服すべきものではなからうか。

——端株の取扱が煩瑣であるから、新株引受權の法定を回避すべしとする見解。鈴木教授は初め「端株は會社がこ

れを集めてそれにつき引受人を募集し、その發行價額と株主に割當てた新株の發行價額との差額を端株主に對して分配するのが妥當であらう。けだしその差額が端株についての引受權の經濟的價値に當るからである。」とされながら、後には「少くとも端株については切捨てを認めることにしないと實際上動かなくなる危険があると思われる」とする（鈴木、前掲、四）。また松田博士も「株主平等の原則よりすれば、會社は端株を處分してその對價を端株の株主に分配することを要することゝなり、然も斯る手續を採るときは新株發行は極めて煩瑣なものとなる」とされる（松田、前掲、三二頁）。端株切捨て説を支持するかにみえるのは岡咲氏である（同氏、前掲、一七頁）。佛法のような分割株（*compures d'action*）の制度がない場合には、端株の處置は確かに面倒である。併しこれも考えよう一つで、煩瑣だから切捨てるということよりは、株主間における端株の賣買を助成して可及的に引受單位を得させる方法を講ずるのがよいのではなからうか。なお前述の機動性とも關連して、鈴木教授は「少數發行が完全に不可能になる」と言われるが（前掲、四六頁）、この場合少數とはどの程度のことを指されてゐるのか判らぬけれども、程度問題であつて、株式會社は生産によつて收益を擧げるのが目的であり、新株發行が目的なのではないから、あまりに機動性を重要視するのはどうかと思われる。

——現物出資に對して新株を發行する場合には、舊株主に引受權なしとする點も多くの學者によつて指摘されてゐるところであるが、これは當然のことゝ思う。會社が必要とする現物は、たとへ代替性あるものと雖、貨幣のような高度の代替性を有しえないが故に、現物出資に關して株主平等待遇の原則を考へること自體が無意味である。むしろ改正案第二百八十條の八の規定に依つて、現物出資者に對して與えられる株式の數が、發行済株式の總數の

二十分の一を超えぬときは検査役による調査を要しないこととなつてゐる點を注意すべきではないだらうか。現物出資はいわゆる危険なる約束としてこれまでも嚴格な検査承認の對象とされてきたものであるし、一八六七年のフランス株式會社法第四條は株主に與える特別利益 (*avantage particuliers*) と共に現物出資に付いては、株主總會の承認を要件とするのであり、舊株主以外の第三者が新株を割當てられて株主たる資格を得ることは正に一の特別利益に該當し、その後の總會において承認を得られぬときは増資を無効としてゐること (*C. Bayer, op. cit. p. 509*) と對比するときは、改正案がいかに資本調達に關して性急であるかと判ると同時に、取締役に最高のモラルを要求せねばならぬことが判るのである。従て改正案はその一面においてこの危険なる約束を安全視する危険があるとも言える。

——轉換社債を發行した場合に轉換を請求した者に對して發行される新株や吸収合併の場合に被吸收會社の株主に對して與えられる新株に對しては、舊株主に引受權がない。これは事柄の性質上當然のことであるから、この理を援用して新株引受權の法定を回避することはできない。むしろ改正案第三百四十一條の五、第二百二十二條の六の規定によつて、轉換社債に付いては轉換請求の時から株主たる資格を取得した者にも、その時以後に行われる新株發行に付いて優先引受權を認めるべきであり、吸収合併 (*Weggen*) は吸收會社として觀れば一種の増資であるが、この場合舊株主の利益は有利な合併條件によつてカバーされるのが常であるから、敢えて二重に新株引受權を問題とする必要もなからうと思われるし、被吸收會社から觀れば、強力な他資本の庇護によつて、缺損によつて價值を失つた自己の資本が強化された利益を持つのであるから、吸収合併のような變態増資を援用して法定論回避の理由

とするは當を得ないのである。

——議決權なき優先株式を有する株主は、優先配當の確保される限り、新株引受の要を見ないとの見解（松田博士
二頁）。松田博士の言われるとおり議決權は株式に附著する權利ではないが（基礎理論、六、新株引受權は後述のごとく
三三頁以下）、株式に附著する權利と解さねばならぬから、議決權がないからとして株主が新株引受權を持たぬという必然的な理由
は引き出せない。問題は「優先配當の確保」であるが、配當保障の不可能な限り、株數の増加による株價の下落は
優先配當そのものに少なからぬ悪影響を及ぼすことに想到するときは、引受權の剝奪によつて新なる不均衡を生ずる
のではあるまいか。

——次に經濟的な見地から、舊株主にのみ新株を割當てることは株式の公開を忌避するもので一般市場の要望にそ
むくことになるから、法定主義は一の桎梏であるとするものがある（大住、前掲五頁）。併しこの點に關しても私は發行市
場と流通市場とはこれを區別して考へべきであつて、市場の要望を顧慮することよりも、企業内部の正當な權利を
擁護することの方が、企業民主化の先決問題だと考えている。

以上のように反對理由を検討してみると、改正案のとつた立法の態度乃至精神が奈邊に在るかということや、改正
案が日本の株主層又は企業の側における要望に基礎をおいたものではなく、公正とか衡平の精神ということよりも、
むしろ實際的な便宜に出でたものであること、従て改正案が實施される曉には、企業の内外に相當の論議や摩擦が生

ずるであらうことは當然豫想される。そこで、この機會に、從來あまり論及されることのなかつた新株引受權の法定をめぐる諸問題中、特に新株引受權の性質及びその發生の基礎などに付いて私見を述べてみることにしよう。

四 新株引受權の基礎

舊株主は何故に新株引受權を與えられねばならぬだろうか。大住氏の言葉を借用するまでもなく、持たざるものを與えるのと、本來持てるものを舊株主の意識の低きに乘じて奪い去るのでは大變な相違である。先きにも觸れておいたとおり、株主の株式引受は投機株主をも含めて、企業の利益に参加するための契約であり、利益に参加するということはこれを裏返して言えば可及的に損失の防止をはかることであり、市民社會のすべての企業がこの性格をもつものであつて、これは近代の企業法を支配する一貫した理念でもある。従て苟くも新株引受權を論ずるには、先づこの觀點から出發する必要がある。

そこで第一に新株發行によつて舊株主の經濟的地位に如何なる影響を生ずるかの問題から見て行こう。そもそも新株發行によつて株式の數が増加することは、經濟的には株式という商品の供給量が増加することであり、自由競争の行われる限り、需要供給の法則によつて、或いは所謂稀少性 (la rareté) の減退によつて株式の價格は下落するであらう。現にわれわれはこの事實をいわゆる「權利落」(ex-right) なる現象に見ることができるのであり、經濟社會全體から見れば所謂資本の吸い上げによる株價下落の現象となつてくるのである。尤も權利落の現象は舊株主の引受權を前提とするものではあるが、何れにしても新株の發行は舊株主の過失によらずして株式の價格を下落せしめて、

舊株主の損失を惹起する。第二に固定資産の過少償却の結果インフレによる代置價格 (prix de remplacement) の暴騰にも拘わらず擬制若しくは半擬制の利益を生じた企業が、伝えられる再評價 (la réévaluation) を行うこととなつた場合に生ずる擬制利益は、當然舊株主に歸屬すべき性質のものであるから、現實に配當すべき資金なき場合に株式配當の型で行われることの豫測される無償交付株式 (action gratuite) は舊株主以外の第三者にこれを割當てうる性質のものでないことも明かである。フランスの經濟學者アフリオンは其の近著 *Monnaie et économie dirigée*, 1948 (p. 134 et suiv.) の中で、むしろかゝる擬制配當の直後にこそ、現金の拂込による新株發行の必要を説くのであるが、定款の規定を以てしても舊株主の引受權を剝奪しえないものとする同國の法制の下では、毫もこの點に關する新株の去就が問題とならぬのは當然であらう。わが國においては、如上の擬制利益が法人税の名において政府に吸い上げられたために舊株主は非常な損失を受けざるを得なかつたのである。尙ここで注目してよいことはわが國における増加資本金の使途である。昭和二十四年の株式發行高(但し額面總額による) 八百十五億九千五百萬圓の中、發行費用等を控除したものの四六・二パーセントは借入金(昭和二十五年一月二)の返済であり、二六・八パーセントが運轉資金であり、設備資金に充てられた部分は僅かに二七パーセントに過ぎない(十七日大藏省發表)。第三に増加資本の使途を度外視しても、増資直後における經濟的諸事情の變動によつて、増資前の要因による利益を生じた場合を考えると、この利益の發生に何等の寄與をもなさなかつた新株主 (nouveaux venus) の増加によつて舊株主は何等の過失なくしてその分け前を減ぜられるという結果を生ずるであらう。株主の利益を増大しその損失を防止することが企業の目的であり、かゝる前提のもとに株式の引受はなされてきたものであつた。第一乃至第三に擧げた舊株主の損失は、斷じて企業活動の結果として生ずる損失と紛淆することを許されない。かような損失をわれわれは企業の損失として採り上げることが躊躇

する。第四として企業の中には配當しうる利益があるにも拘わらず故にこれを社内に留保して繰越したり、設備の改善擴張に充てるものが相當多い。然るに第三者が新株引受によつて新なる株主群として參加して來るときは舊株主と同一の割合を以て持分を有するに至ることとなるから、舊株の持分は當然減少せざるを得ないであらう。また第五には何人も肯定する筈の議決權の比率における損失がある。學者は優先株のような議決權のない株式を擧げてことを論ずるけれども、それは過去における靜的な安定に立脚するものであつて、新株の發行による新なる不均衡の問題に關説しないうらみがあること前述したとおりである。更にこの機會に一言附加しておきたいことは、議決權のない株式をみとめることの可否及び株式會社における議決權の個數の定め方に付いて、もつと根本的な反省の必要がありはしないかということである。但し、この問題に關しては別の機會に論及しよう。

然らば如何なる根據に基いて舊株主の新株引受權を確認すべきであるか。本來持たざるものが與えられるものとすれば、それは恩惠 (bienfaisance) に外ならぬが、權利は決して恩惠からは生まれぬ。八木教授の勞作によつて論證されたとおり、新株引受權が單なる慣習による保護に安んじておられなくなつた原因は、正に大株主や取締役によつて獨占された割當の自由による弊害であつた。併し、弊害もまた權利を生む眞の母胎ではなからう。われわれには弊害によつて *concomitamment* された眞實の權利の所在を明示する任務があるのである。更に、前述のような損失の發生することもまた新株引受權の眞の根據ではない。何となれば、損害の發生は損害賠償請求權という別個の債權を生むとされるのが市民法の常識だからである。

舊株主の新株引受權は實に企業法の基本理念から發生するところの奪うことのできないそして又減ずることのでき

ない權利であり、舊株主の全部によつて持たれる集合的な權利 (le droit collectif) であつて、株式會社は計算技術的な困難を克服するがためには、たとえ不眠の努力を拂つてでも守護せねばならぬ株主にとつての約束のカナンの地である。われわれは商法を理解する立場において、感覺的、印象的なニュアンスを力説するの徒勞なるを知つて、企業概念に着目した。勿論、企業は一のアブストラクトではあるが、企業概念は企業の人的なエレメントにまで浸透し且つ敷衍される。舊株主相互の間に、また會社そのものとの間に、利益はこれを分配し、そのためには損失を防止し且つ分散するといふ約束が潜むのが會社といふ社會の約束である。この約束を守るためにこそ取締役の地位は強化されてよいのであつて、約束を破り摩擦を増大するために或は私利を營むためにその地位を強化すべきではない。

ここに言う「利益」の理解に資すべき卑近な材料を挙げれば、それは周知のプレミアムの問題である。例えば第三者が數百圓を以て購ひうる一株を舊株主、緣故者、従業員等が五十圓といふ額面價格で割當てられたといふ慣行を採つてみるがよい。この場合第三者が新株を引受ける意圖は明かに企業が繼續して第二、第三の増資において、舊株主や緣故者と同一の地位に立ち得ることを目的とする。無額面株が發行され、舊株主の引受權が剝奪されると、この間の事情がぼけて來ること、企業に無關係な投機市場における投機の激化とが豫想される。併し、如何程利益計算が模糊としても、引受權の剝奪が直にこのながしかの利益の收奪を生ずることは明かである。或る學者は、舊株主に引受權を與えても、舊株主がその權利を行使しない場合には再募集となり、煩に堪えられぬことを憂えるが、引受が舊株主の自由とせられる以上は當然豫期される事態であるのみか、引受の資力を有しながら敢えて引受の舉に出でぬものがあるとするれば、特別の事情のない限りは、新株の公募自體が不可能となる筈だ。株主はたとえ二割、三割の高率配當を受けたとしても、それが眞に正當な利益の分け前であるかどうかを知り得ない。巨大であればあるほど企業

の利益を算定することは困難となるのであつて、それは恰かもわれわれが三角形を描き得ても千角形を描きえぬと同斷である。これがため利益による株式の消却の場合に、所謂資本を構成する *capital stock* の絶對的消滅にかかわらず、特定の條件の下に配當及び殘餘財産の分配を請求しうる消却後の享益株 (*action de jouissance*) が認められる經濟的、法律的根據があるのであり、これに着目して勞働株を創設せんと努力したのがジュスタン・ゴダール等の一派であつたのである。株式會社が新株の發行によつて自己資本を資本市場から吸収し得られるのは、決して商法がその手段を認めるからではなくて、設立以來の株主と勞働者の協力の結果、資本と信用とグッド・ウィルを築き上げたからであり、この二大範疇の過去の貢獻を考えないで増資を考えることは、假りに不可能ではなくとも少くとも苛酷である。然かも増資が……たとえ授權資本のワク内であらうと……過去からの發展であり、企業の生長であり、利益と損失との交錯する鍵である限り、企業の生んだ損益が企業の人的エレメントに歸屬すべきは當然であり、従て新株引受權が舊株主に歸すべき根據は明白である。そして法の果たすべき役割は、正當な根據に基いて「持てるもの」を保護すること以外にはありえないのである。

五 新株引受權の法性

かようにして舊株主が新株引受權を有する法理上の根據は明かにされたが、その法律上の性質について若干の説明を加えておく必要を覺える。というのは、わが國において未だこの點を明確に論究したものを寡聞にして知らぬからである。私見によれば、新株引受權は本體たる舊株式の屬性たる權利であり、その内容は舊株式によつて表數される

資本に内在する價值若しくは利益であるから、新株引受權はこの價值若しくは利益を維持する權利であり、株主たる資格に隨伴する抽象的な債權的權利であつて、企業活動の發展が自己資本の増大を必要且可能なものたらしめるに至り具體的な權利となる基本權である。「註」從て基本權は抽象的な一個の權利であるが、具體的な型態においては増資の都度その内容を擴大される。次にこの權利は株主の利益擁護を目的とする衡平の理念から發する權利であつて、株主平等の原則を根據とするものではないが、株主全體に平等に認められ、特定の株主のみに限定すべからざる集合的な權利であると共に、全部的に認めらるべき權利であつて、その一部と雖も削減さるべからざる權利である。

但し、放棄を認められる結果、引受の義務を伴わぬ。本體たる株主權が債權者的權利である以上、その屬性たる新株引受權がその支分權 (Nebenbrennt) として債權者權的性質を帶びて發生してゐることは當然である。また債權者權的と言つても、通常の金錢債權と異り、債權額の確定は配當額又は増資額の決定に完全に左右されるのであつて、若干の部分は抽象的觀念的には發生してゐても、積立金又は剩餘金の形式なり動産不動産若しくは有價證券の形において蓄積され、企業の有する客觀的價値の増殖に充てられるから、この部分是一種の將來債權の形を採るものと言えよう。從てこの種の債權の内容には顯在的なものと潜在的なもの、一應の尺度を與えられた數量的に確定的のものと未確定的のものとがあり、清算を條件としてのみ最終的な計量を可能とするのであるから、如何に盲目的に配當の多きことを念願する株主の心理的傾向が著しいと言つても、株主がその有する持分的割合の維持に關心を持たぬと見ることはできないのであつて、私はむしろ現代の株式會社の機構や商法の規定が禍をなして、株主の關心が歪められて了い變態的な傾向を示したに過ぎないのであつて一種のトロピズムであると解したい。改正案第二八〇條の一〇にいう不公正な株價というのも、實際問題となれば極めて判定の困難な問題であることも、以上の説明で理解されよ

う。又舊株主に對して新株引受權を與えぬような會社でもできれば、總會における紛糾が激化するであらうことは十分想察される。殊に所謂「緣故割當」のような方法によつて取締役の個人的緣故がものを言うようにでもなれば、尙更舊株主の地位は慘めなものとし、株式會社は勞働者と九〇パーセントを占める小株主層の疑惑で包まれ、危機を招くに至るかも知れない。株式會社において資本の民主化が企圖される限り、一應は集合的且つ全部的に新株引受權は認められねばならない。これは株主平等の原則を適用する當然の結果であり、一面この權利が放棄に親しむ財産權であることは新なる出資を要件とするものである以上、株主有限責任の原則上自明のことである。放棄を認める結果引受未済の株式 (orpheline) を生ずるが、このような株式に付いてもやはり舊株主中の希望者に對して優先的に引受ける機會を與えるのが正當である。また新株引受權は舊株主の身分に付いて生ずる權利というよりも、むしろ舊株式に隨伴する從物的な權利であるが、週期性を缺くから舊株式の果實と見ることはできない。從て他人名義を利用して株式を保有する者ある場合、新株引受權者はその名義人であるから、この者において引受權を行使しない限り、實際の株式保有者は引受權を失うわけである。質權を設定した場合も、債務者たる舊株主に引受權がある。かように新株引受權は舊株式の附從的權利であるから、舊株式と分離して讓渡することは出来ない。舊株主は新株の拂込の日から新株主となる(改正案第二八〇条の九)が、新株券の發行は著しく遅れる實情に在る結果、拂込取扱銀行の發行する申込證據金領收證及び株券受領證が恰かも新株券と同様に流通しているため、引受權のみを切離して讓渡しうる如き錯覺を生ぜしめるに過ぎない。但し企業再建整備法等法令の規定によつて新株の所有を許されない舊株主に關しては、引受權の讓渡が認められている(企業再建整備法第二九條の四)として又自己の名において且他人の計算によつて新株の引受をなし、次で讓渡の方法を採ることによつて、經濟的には引受權を分離して讓渡したと同一の目的が達せられるが、權利株の讓渡も自

由である以上、投機的にはこの方法が廣く行われる傾向に在るのである。

〔註〕松田博士の指摘せられるとおり、ウィーラントは、舊株主の權利が侵害されたり株價下落を生ずるか否か、疑はしいときには新株引受權の發生を考えることは許されぬとしているけれども（松田博士、基礎理論、五一〇頁及び K. Wieland, Handelsrecht, II, S. 169）、減資が常に株主の頭上に不利益をもたらすと反對に、増資が可能である以上はこれを可能たらしめたものは舊株主の collaboration の結果に外ならぬと考えられぬものであらうか。特殊な事情のない限り株數の増加は株價下落を來たすのは經濟法則上明白であるから、ウィーラントの所論は甚だ臆病に思われるが、如何なものであらうか。アンリ・ソリュスの考え方はウィーラントと方向を異にするように思われる（Henry Solus, op. cit. p. 265）。

六 餘論——勞働者と新株引受權——

私はこの機會に、勞働株と關聯して新株引受權に關する問題を再吟味してみたいと思う。勞働株の母國であるフランスの學者は、舊株式の概念を極めて廣義に解釋するにも拘わらず、勞働株との關聯に言及しないのは、同國における勞働株の制度がいわば不適用に終つてゐるためであらうが、根本的には資本株と勞働株とが範疇を異にすると觀るがためであらう。わが國の慣習が古くは東京株式取引所の増資以來、新株の一部を仲買人や功勞ある従業員に與えてきたように、フランスにおいても株主總會の決議によつて新株の一部が勞働者に割當てられたのかも知れぬ。終戦後わが國において一時聲高く叫ばれた經濟民主化の要望が所謂従業員持株制となつて株主たる勞働者の數も増加したことは事實であるが、この新らしい傾向よりも却つて東株の古き事例などの方に私は正當なものをくみとり得るのではないかと思う。併し所詮資本株の引受權であつてみれば、新なる金錢出資の實行を要件とするのであり、その目の

生活にさへ事缺き、賃銀さえ遅配されるわが國の勞働者にとつては、新株引受權などはどうでもよいことかも知れない。彼等にとつては資本株主同志の間の衡平よりも、資本と勞働との間の衡平の方が、はるかに切實な問題である。

外資導入の實際上の便宜のために商法の改正が要請されるならば、これと同時に資本と勞働との關係の民主化も當然必要とされねばならない。何となれば、勞働爭議の異常性は外資の導入を妨げる最も大きな障礙であるからである。

貨幣資本が本來不妊であるのに、利子や利潤を生むとされる理由の説明が如何にして支えられるかは經濟學者の研究領域に屬することではあろうが、貨幣資本以上に勞働資本が價值を生むものであることも眞實である。舊株主が、先に明かにしたような根據から、新株引受權を持つとされるならば、勞働資本もまたこれと匹敵する利益に與かり得なければならぬ。果てしなき賃銀値上の要求は無意識的ながら、かゝる權利の存在を主張するものであるといえよう。殊にフランスのように消却された舊株式の所有者にさへ享有株を與え、しかもこれに新株引受權を認めている法制があることを考えると、解雇された勞働者が所謂「先任權」を有するのは當然であつて、このような權利に満足して勞働者が企業を去り得ぬのも無理はない。勞働組合がいかに健やかな發展をしても、現行商法の機構が維持される限りは、勞働者の經營參加も利益參加も満足を期待することは恐らく不可能であらう。かように考へて來ると「賃勞働と資本」の著者の組合に對する結論の與え方如何は別として、それに對する批判は正しいと言えよう。この意味で私は日本の商法典にも勞働者參加株式會社の規定を設けることを提唱したのであるが、これに付いては既に拙稿を發表してあることであるから（早稻田法學第二四卷第三、四冊合併號第七一頁以下）、ここでは別の角度から勞働者の利益參加を論じてみたい。

貨幣資本が本來不妊（sterile）であるに拘わりなく利子を生むのは、それが企業の危險を負擔してきたからだといふかりは言いきれないのであつて、企業の危險というものは企業に對する資本及び勞働の寄與の程度如何にも對應する

ものであつてみれば、資本や労働の企業に對する寄與の程度如何もまた利子若しくは利潤の重要な原因であるといわなければならない。そして資本と労働は相互にその役割を交換する。即ち例えば資本が稀少で危険が大である場合に資本の果す役割は大であらうが、資本が過剰で危険が小なる場合には、反對に、資本の價值を維持しその出資者のために最大の寄與をなすものは労働によつてのみ可能なる企業活動である。退藏された貨幣はいつまで待機していても使用者が現われぬ限り穴倉のぶどう酒と同様に何等の價值をも生むものではない。それは人の住まぬ家屋や耕されぬ田畑と同様に内在的な價值そのものをも低下せしめると同じである。要するに貨幣資本というものはその稀少性 (la rareté) と危険 (le risque) という外在的な事情に比例して利子を生み又は生まぬ運命におかれ、決してアプリアリに確定利子を受くべき權利をばもたないのである。この理は企業が所謂利潤を生んだ場合に、労働者の賃金と諸費用を支拂つた残餘の全部を所謂生産手段の所有者たる資本株主だけが入手するという資本主義的企業の組織が如何に矛盾と獨斷と背理とに充ちたものであるかを示すものである。アレグザンドル・デュボアは一九四五年八月パリに設立された U. U. G. E. A. G. T. (l'Union de chefs d'entreprise pour l'Association du capital et du Travail) の運動を紹介せる著書「註」の中でヒーマニズムと企業の在り方を説き、企業を勞使の運命共同體 (la communauté de destin) と觀じ、拙劣な經營が直に労働者の運命に大きな犠牲を強要するに至るに拘わらず、企業の利益に労働者の参加を認めず、これがため労働者のみが別異の文化と生活水準に甘んずることを強要するフランス會社法八十年來の déshumanisation にラジカルな批判を浴びせ、所有權の機能の變化を論じて資本乃至生産手段の所有者の經營權を否定すると共に、經營者 (le chef d'entreprise) の擡頭とその役割の重要性を高調して、經營者はもはや他人の財産の管理人たるべからざることを示唆し、利益分配の基準は非株主經營者や高級技師を第一に、一般労働者を第二に、金

錢又は現物出資者を最後において之を定むべきであることを提唱して、企業の人的要素の生活水準を高揚すべきことを教え、ハロルド・スタッセンの「労働者は事の細大を問わず常に雇主の行動を知る権利がある」という言葉を引用して、労働者にのみ残飯 (mibes) を與えることのいかに反人道的なるかを説き、貨幣資本の正當なる分け前を

$$P = B \times \frac{C}{C+S}$$

なる方式で定めることを提案している（Pは資本の分け前、Bは利潤、Cは貨）。またジャン・フラスチエ教授は生産の要素は自然と労働であり、貨幣資本はもはやその要素にあらざることを統計的に證明して、技術の進歩 (le progrès technique) が二十世紀後半の社會にいかなる希望をもたらし、企業は何を生産し、労働者はいかほどの賃金を得べきかを暗示しているのであつて[註1]、われわれはこれらの提唱の中に学ぶべき多くの問題を発見するのである。

要するに所謂新株引受権の問題は決して資本株主の優先引受権のみが論議の對象とせらるべきものではなく、労働者の利益參加の問題と密接な關聯において把り上げるのでなければ、勞使關係を中心としての企業の民主化は期待しえないことを知らねばならぬのである。

[1] Alexandre Dubois, Structures nouvelles dans l'entreprise. (Documents économie et humanisme) 1946. Paris.

[1] Jean Fouassier, Le grand espoir du XX^e siècle (collection Que sais-je ?) 1949. Paris.