

フランス株式会社法における株主の 新株引受権を中心とした新株発行の規制(1)

小 倉 健 裕

はしがき

(1) 本稿の目的

(2) 本稿の構成

第一章 株主の優先引受権を維持して行う発行

第一節 フランス商法典における株主の優先引受権の原則

第一款 優先引受権の定義

第二款 優先引受権の譲渡可能性とその意義

第三款 優先引受権の公正性およびその評価

第二節 優先引受権と新株発行のスケジュール

第一款 現行法におけるスケジュールの概観

(1) 規定の全体像

(2) 近時の実例にみる法規の適用—2017年12月のMEDASYS社の例から

第二款 株主への通知または公告

(1) 商法典の定める通知または公告

(2) 目論見書の公示による商法典上の公告の代替

第三款 優先引受権の行使のための期間

(1) 現行法の状況

(2) 通知または公告の期限との関係

(3) 最低限確保されるべき引受期間の長さ

(4) 検 討

第三節 「優先期間」による優先引受権の代替

第一款 仕組み

第二款 優先期間の意義

(1) 経緯

(2) 優先期間の利点と優先引受権との差異

第三款 2004年6月24日のオルドナンスによる優先期間の法制化

(1) 法規定が導入されたことの意義

(2) 法規定の内容

第四款 検討

第四節 制裁

小括—法律が優先引受権を確立し株主利益を擁護したことの意義

第二章 株主の優先引受権を除去した発行

第一節 導入

第一款 優先引受権の除去の必要性

第二款 集団的決定により個々の株主の権利が除去されることについて

第三款 除去の方式の整理

第二節 新株の割当先を示す除去

第一款 優先引受権の除去のための基本的要件としての株主総会の決議

(1) 条文の構造

(2) 取締役会の報告書

(3) 会計監査役の報告書

(4) 優先引受権の除去は独立した議案として議事日程に記載されることを要する—破毀院商事部2012年9月25日判決

(5) 割当先を指示して優先引受権を除去した発行が実施されるべき期限

第二款 割当先の指定の方式—「名指しされた人物」の指定

第三款 割当先の指定の方式—「人の部類」による受益者の指定

(1) 経緯

(2) 発行価額の決定を取締役会に対して委ねることはできないことの再確認—2003年8月1日の法律による逸脱の修正

(3) 「人の部類」の指定の方式

第四款 検討

(1) 株主総会による新株の割当先のコントロール

(2) 株主総会による発行価額のコントロール

第三節 公募または私募のため割当先を示さない除去

第一款 受益者を示す除去と規制を異にする理由

第二款 沿革

(1) 議論の端緒

(2) 1973年2月22日のデクレによる柔軟化の試みと失敗

(3) 1983年1月3日の法律

第三款 適用対象となる募集—「資金公募」概念の廃止と「私募」の法的取扱いの明確化

第四款 法律による発行価額の規制

(1) 「40中の20ルール」、「20中の10ルール」とその失敗

(2) 現行法における最低発行価額の規制

第四節 制裁

結びに代えて

(1) 優先引受権による新株発行規制のコントロール

(2) 優先引受権制度と会社の資金調達の便宜との両立

はしがき

(1) 本稿の目的

新株発行規制を考えるにあたっては、会社の資金調達の必要を満たすことと、既存株主の利益保護との調整とが要となる。周知のとおり、日本法は公開会社においていわゆる授權資本制度を採用しており、新株発行の決定は定款の定める発行可能株式総数の範囲内で取締役会が決定することを原則とし、その際に取り締役会は新株の割当先をも自由に選ぶことができることになっている。このような法制は会社の資金調達の便宜の方を重視したものである。

これと対照的に、株主利益の確保を出発点とする法制の一例を示すのがフランス法である。そこでは新株発行(フランス法はこれを「資本増加」の方法の一つとして扱う)の決定権限は株主総会(株主特別総会)に専属し、かつ既存株主には新株引受権(以下、フランス株式会社法における新株引受権

のことを、フランス法上用いられている語句にしたがい優先引受権〔droit préférentiel de souscription〕という)が付与され、この権利を除去するためには別個の株主総会決議が要求されることとなっている。とくに、優先引受権制度については、ヨーロッパ連合構成国(指令により、金銭出資による新株発行に際して株主に付与される新株引受権が構成国の義務となっている〔2017年6月14日の指令72条1項⁽¹⁾〕)の中でも、フランス法は1935年8月8日のデクレ・ロワによるこの権利の法定以来の歴史を有していることに加え、この法定の経緯からして取締役会の権限濫用のおそれに対して周到な規制を用意したものであり、比較法的研究の対象として適切である。そうした法制を採用したフランス法の経験の分析は、日本法に対する批判的視点をおのずと提供するであろう。

フランス株式会社法における新株発行規制に関連して、筆者は先立って3本の論文を公表している。新株の発行を株主総会が決定するという原則に関しては、それが当初、会社契約における株主の地位を変更するものとして個々の株主の同意が必要であったところを、株主総会における多数決による決定で足りるものへと転換した経緯があることを示した⁽²⁾。もっとも、株主総会に新株発行の決定権限が帰属することを原則としても、実際には、株主総会に議題を提出する取締役会が、少なくとも新株発行を実施するための権限の委譲を継続的に受けているということが20世紀前半において既に常態となっていたのだ。そして取締役会が授けられたこの権限を濫用することがしばしばみられたことに対処するための措置として、1935年に株主の優先引受権を法定することによって、新株の発行に関する株主総会の権限を補強した⁽³⁾ということ、さらに、株主総会が下す新株発行の決定過程についても、取締役会の情報提供義務および株主総会から取締役会への権限委譲の規制が進められた⁽⁴⁾ことを示した。

これまでに公表したこれらの論稿は、制度の基盤を明らかにするべく歴史的な背景および経緯の検討に多くを割いたものであったが、本稿はそれらの

事実を前提に、フランスの現行法を中心とした分析を行う（ただし、本稿で取り扱う内容にはこれらの論稿と重複する部分もある）。フランス法のもとでは、上述のような新株発行の機動性の確保を重視した日本法とは反対に、株主総会による新株発行の決定の原則および優先引受権の原則によって株主利益を確保するという枠組みを出発点とし、資金調達機動性の追及はこの枠組みを前提にするという構造をもった。このように手順は逆であるが、日本とフランスのいずれの法制も、資金調達の便宜の追求と株主利益の確保との調和点を見出そうとするものである点は共通している。

（２）本稿の構成

本稿では、優先引受権の有無に応じて新株発行の手続きが分岐することに対応して、まず株主の優先引受権を維持して行う発行を（第一章）、次いでこれを除去して行う発行について述べる（第二章）。

前者においては、株主の利益の保護は優先引受権の作用によって確保されるため、問題となるのはもっぱらこの権利を株主に行使させるための手続きである。具体的には、権利の存在をしらせるための通知または公告の手続きと、株主がこの権利を行使または売買するために十分な長さの期間が用意されることとが必要となる。現行法に至るまでの改正の方針としては、これらの手続きを完了するために要する時間を短縮することで、優先引受権を維持した発行の制度をとくに上場会社にも適応させてきたことを指摘できる。

後者の方式、優先引受権を除去した発行においては、新株の割当先となる人物の指定と、発行価額の如何が既存株主にとって重要となる。フランス法は、優先引受権を除去する株主総会がこれらの事項の決定を行うことを原則としているが、新株の割当先の指定の方式については、これまでの改正によって柔軟化が進められた。その一方で、発行価額については株主総会の決定権が今日まで確保されている（ただし、市場価格のある株式の公募に関しては、株主総会による決定に代わり市場価格を基礎とした最低発行価額を法律が定めている）。

それぞれの章、さらに節においては、まず現行法の状況を概観したうえで、必要な場合には現行法までの改正の経緯を確認する。その後、各種の規則が達成しようとしている目的と照合しながら検討を行う。

第一章 株主の優先引受権を維持して行う発行

フランス法が新株発行の原則的態様として定める優先引受権を維持した発行においては、法律が用意している規制はそれほど複雑ではない。株主の利益は優先引受権が十分に保護するものだからである。ただ、この権利が機能するために必要な手続きが会社にとって過度な負担とならないように、とくに発行の完了までの所要時間の短縮という観点から改正が行われてきた経緯がある。

本章では、まず優先引受権の原則について再確認し、その趣旨が今日でも支持を受けていること、および、上場会社においてもこの権利を維持した発行が実際に行われているという実務の現況をたしかめる(第一節)。その後、優先引受権の存在と行使の方法を株主にしらせるための通知または公告の手続き、および、株主がこの権利を行使するために十分な長さの期間を確保する規制について、その改正の経緯を踏まえつつ述べる(第二節)。最後に、そのようにして法律上の優先引受権の制度が改正を経ていくのと並行して生じた実務であって、公募の形をとりつつも(そうすることによって優先引受権に関する法規制の適用を免れる)既存株主に持株比率に応じた優先的申込みの機会を付与することで権利の希釈化を回避することができるようにするという「優先期間」と呼ばれる方式をとり上げ、法律上の優先引受権制度との関係および得失について検討する(第三節)。

第一節 フランス商法典における株主の優先引受権の原則

第一款 優先引受権の定義

現行のフランス株式会社法は、新株発行における既存株主の優先引受権

を、株式の内容の一つとして位置づけている(フランス商法典L. 225-132条1項。以下、単に「商法典」というときは現行のフランス商法典を指すものとする。また単に条文番号のみを参照した時は、同法典のものを指す)。

具体的には、優先引受権とは、既存株主が自身の保有する株式の金額に比例して、資本増加のため金銭出資をともなって発行される新株を引き受けることのできる権利であると定義されている(同2項)。条文の訳をつぎに掲げる。

商法典

L. 225-132条

- ①株式には資本増加に対する優先引受権が含まれる。
- ②株主は、自身の株式の額に比例して、資本増加を実現するために発行される金銭出資株式を引き受ける優先権を有する。
- ③優先引受権は、それが流通可能な株式から分離したものでないときは、株式自体と同一の条件のもとでこれを譲渡することができる。それ以外の場合においては、この権利は、株主による引受権の行使期間と等しい長さの期間中流通可能である。流通期間は行使期間の初日に先行して開始し、末日に先行して終了する。株主の優先権の行使および流通の方式に関する株主への情報提供はコンセイユ・データの議を経たデクレにより明らかにされる。
- ④以下〔省略〕

このような内容の優先引受権が、新株発行に際して既存株主の利益を守る仕組みは明らかである。すなわち、既存株主が自身の優先引受権をすべて行使するならば、当該株主は新株発行の前後で自身の持株比率が変わらないように維持し、したがって、会社に対して同一の権利を保持し続けることが可能となる⁽⁵⁾。ここでは、議決権の割合も、経済的な利益も、同時に確保される

ことが最大の長所である。後述のような批判はあるものの、フランスの上場会社は株主の優先引受権を維持して行う発行の方を多く利用する傾向がある(資料：2015～2017年における EuronextParis 上場会社の新株発行)。

資料：2015～2017年における EuronextParis 上場会社の新株発行

注1：以下の表において利用したデータは、金融市場機関 AMF のウェブサイト(<http://www.amf-france.org/>)よりアクセスできる2015年～2017年分の全目論見書のうち、Euronext Paris に上場している会社が行う資本証券 (titres de capital [株式はこれに当たる]) に関する各種の操作を対象にしたものの中から、査証の対象に金銭出資による新株の発行を含んでいるものを選別し、その中から対応する情報を抜粋したものである。IPO または規制市場以外からの Euronext への上場にもなう発行は、規制市場上場会社が行う新株発行には当たらないことから除外している。また目論見書の公示を要しない私募(優先引受権を除去した発行に分類される)は本資料からは漏れている。

優先引受権を維持した発行(2017年)

AMF の査証 (visa) の番号	発行会社の情報 (発行前)				予定発行総額
	名 称	会社資本の額	発行済株式数	株式の額面	
1 n° 17 – 624 du 1er décembre 2017	MEDASYS	11,086,166.86	38,749,272	0.2861	16,198,027.44
2 n° 17 – 623 du 1er décembre 2017	LE TANNEUR & CIE	8,602,136.00	8,602,136	1	3,542,056.00
3 n° 17 – 591 du 14 novembre 2017	INNELEC MULTIMEDIA	2,575,169.01	1,683,117	1.53	3,029,607.00
4 n° 17 – 542 du 10 octobre 2017	NEXTSTAGE	5,748,387.00	1,916,129	3	53,303,160
5 n° 17 – 515 du 27 septembre 2017	FERMENTALG	483,580.76	12,089,519	0.04	10,990,470.00
6 n° 17 – 455 du 1er septembre 2017 (suppl.; n° 17 – 468 du 11 septembre 2017)	VIKTORIA INVEST	8,125,000.00	3,250,000	2.5	5,850,000.00
7 n° 17 – 359 du 17 juillet 2017	GEICINA	457,759,800.00	61,034,640	7.5	1,001,361,055.50
8 n° 17 – 335 du 5 juillet 2017	EKINOPS	3,684,898.50	7,369,797	0.5	12,897,141.60
9 n° 17 – 306 du 29 juin 2017	TIKEHAU CAPITAL	850,756,572.00	70,896,381	12	610,325,298.00
10 n° 17 – 251 du 2 juin 2017	SAFE ORTHOPAEDICS	1,517,439.90	15,174,399	0.1	5,007,551.34
11 n° 17 – 227 du 23 mai 2017	GROUPE FLO	2,013,571.35	40,271,427	0.05	72,488,568.60
12 n° 17 – 198 du 16 mai 2017	SUPERSONIC IMAGINE	1,627,473.10	16,274,731	0.1	10,005,945.48
13 n° 17 – 162 du 13 avril 2017	FREY	21,515,625.00	8,606,250	2.5	99,928,125.00
14 n° 17 – 095 du 13 mars 2017	AMUNDI	419,813,672.50	167,925,469	2.5	1,427,366,452.50
15 n° 17 – 085 du 6 mars 2017	ELECTRICITE DE FRANCE	1,054,568,341.50	2,109,136,683	0.5	4,017,905,375.40
16 n° 17 – 081 du 2 mars 2017	FONCIERE DES MURS	296,415,852.00	74,103,963	4	200,080,692.00
17 n° 17 – 056 du 8 février 2017	SOLOCAL GROUP S.A.	3,887,656.40	38,876,564	0.1	458,257,498.00
18 n° 17 – 034 du 25 janvier 2017	EGIDE	8,943,812.00	4,471,906	2	7,155,048.00
19 n° 17 – 022 du 18 janvier 2017	ELIS	1,140,061,670	114,006,167	10	337,726,649.50

注2：データは公示された目論見書の記載に基づいており、最終的な発行の条件と一致しない場合がある。

注3：縮減可能な引受権とは、フランス法に特徴的な制度で、一般的な新株引受権（持株比率に応じた数の引受けを保証する縮減「不能」な引受権）とは別に、失権株に対しても既存株主に対して優先的な引受けの申込みを認めるものである（第一章第一節を参照）。

注4：発行決定機関が株主総会でないときは権限委譲または復委譲があることを前提にしている。株主総会からの権限委譲は、取締役会〔一層制株式会社〕、執行役員会〔二層制株式会社〕または機関としての業務執行者〔gérance；株式合資会社〕に対して行われる。取締役会からは執行役員（取締役会会長を兼ねていることがある）が、執行役員会からは執行役員会会長が復委譲を受ける。

発行の様態、その他の情報

予定発行株式数	会社資本の増加率 (%)	既存株式（旧株）の数と割り当てられる新株の数との関係	縮減可能な引受権の有無	一株あたりの発行価額	発行価額決定日または visa 申請日直前の取引日での終値	発行決定機関	発行決定日	新株発行日	引受期間
42,626,388	110.0	旧株10につき新株11	有	0.38	0.38	執行役員会会長	2017.12.1	2017.12.22	5取引日
3,542,056	41.2	旧株17につき新株7	有	1	2.49	取締役会	2017.11.30	2017.12.29	8取引日
673,246	40.0	旧株5につき新株2	有	4.5	5.21	取締役会	2017.11.8	2017.12.07	8取引日
522,580	27.3	旧株11につき新株4	有	102	104.5	業務執行者	2017.10.10	2017.11.10	11取引日
4,396,188	36.4	旧株11につき新株4	有	2.5	2.9	取締役会	2017.9.27	2017.10.23	8取引日
1,300,000	40.0	旧株5につき新株2	有	4.5	6.1	取締役会会長 執行役員	2017.8.29	2017.9.28	10取引日
9,062,091	14.8	旧株7につき新株1	有	110.5	139.65	執行役員	2017.7.17	2017.8.11	9取引日
3,070,748	41.7	旧株12につき新株5	有	4.2	5.85	取締役会	2017.7.4	2017.8.2	10取引日
27,742,059	39.1	旧株23につき新株9	有	22	23.45	業務執行者	2017.6.29	2017.7.26	9取引日
7,587,199	50.0	旧株2につき新株1	有	0.66	1.1	執行役員	2017.6.1	2017.6.30	10取引日
724,885,686	1,800.0	旧株1につき新株18	有	0.1	0.7	取締役会	2017.6.9	2017.7.5	9取引日
6,027,678	37.0	旧株27につき新株10	有	1.66	2.01	執行役員会会長	2017.5.16	2017.6.12	8取引日
3,506,250	40.7	旧株27につき新株11	有	28.5	25.39	執行役員	2017.3.9	2017.5.12	8取引日
33,585,093	20.0	旧株5につき新株1	有	42.5	54.95	執行役員	2017.3.13	2017.4.10	11取引日
632,741,004	30.0	旧株10につき新株3	有	6.35	9.69	取締役会会長 執行役員	2017.3.6	2017.3.30	8取引日
9,262,995	12.5	旧株8につき新株1	有	21.6	27.67	業務執行者	2017.3.1	2017.3.28	6取引日
458,257,498	1,178.75	旧株4につき新株41	有	1	2.551	執行役員	2017.2.8	2017.3.13	8取引日
2,981,270	66.67	旧株3につき新株2	有	2.4	3.05	執行役員	2017.1.24	2017.2.23	10取引日
26,910,490	23.60	旧株22につき新株5	有	12.55	17.125	執行役員会会長	2017.1.17	2017.2.13	8取引日

優先引受権を維持した発行(2016年)

	AMF の査証 (visa) の番号	発行会社の情報 (発行前)				予定発行総額
		名 称	会社資本の額	発行済株式数	株式の額面	
1	n° 16 - 549 du 24 novembre 2016	SOCIETE DE LA TOUR EIFFEL	47,344,760.00	9,468,952	5	143,386,942.00
2	n° 16 - 499 du 21 octobre 2016	ATARI	2,014,502.79	201,450,279	0.01	4,280,818.28
3	n° 16 - 493 du 19 octobre 2016	IMPLANET	8,030,369.20	11,471,956	0.7	6,883,173.50
4	n° 16 - 492 du 19 octobre 2016	TRANSGENE	38,545,397.00	38,545,397	1	48,104,628.00
5	n° 16 - 470 du 10 octobre 2016	EKINOPS	3,027,413.50	6,054,827	0.5	6,823,032.80
6	n° 16 - 465 du 7 octobre 2016	GENFIT	6,588,698.50	26,354,794	0.25	44,567,994.90
7	n° 16 - 426 du 12 septembre 2016	L' AIR LIQUIDE	1,900,897,223.50	345,617,677	5.5	3,283,367,884.00
8	n° 16 - 185 du 19 mai 2016	ALTAREA	206,703,695.82	13,527,729	15.28	210,423,920.00
9	n° 16 - 168 du 12 mai 2016	SOITEC	37,035,832.50	370,358,325	0.1	75,418,403.20
10	n° 16 - 107 du 30 mars 2016	INSIDE SECURE	13,908,539.20	34,771,348	0.4	5,173,973.16
11	n° 16 - 089 du 22 mars 2016	CARREFOUR PROPERTY DEVELOPMENT	15,938,508.00	2,656,418	6	36,011,039.40
12	n° 16 - 045 du 11 février 2016	STENTYS	363,898.41	12,129,947	0.03	12,618,747.00
13	n° 16 - 021 du 12 janvier 2016	CGG	70,826,076.00	177,065,190	0.4	350,589,080.16

発行の態様、その他の情報

予定発行株式数	会社資本の増加率(%)	既存株式(旧株)の数と割り当てられる新株の数との関係	縮減可能な引受権の有無	一株あたり発行価額	発行価額決定日または visa 申請日直前の取引日での終値	発行決定機関	発行決定日	新株発行日	引受期間
2,705,414	28.6	旧株 7 につき新株 2	有	53	53.25	執行役員	2016.11.23	2016.12.20	8 取引日
25,181,284	12.5	旧株 8 につき新株 1	有	0.17	0.21	取締役会	2016.10.13	2016.11.21	10取引日
9,833,105	85.7	旧株 7 につき新株 6	有	0.7	1.39	取締役会	2016.10.18	2016.11.17	11取引日
18,501,780	48.0	旧株25につき新株12	有	2.6	3.08	取締役会会長 執行役員	2016.10.19	2016.11.15	7 取引日
1,135,280	18.7	旧株16につき新株 3	有	6.01	7.02	取締役会	2016.10.7	2016.11.8	10取引日
3,116,643	11.8	旧株 9 につき新株 1	有	14.3	21.23	執行役員	2016.10.7	2016.11.2	7 取引日
43,202,209	12.5	旧株 8 につき新株 1	有	76	95.62	取締役会会長 執行役員	2016.9.12	2016.10.11	11取引日
1,503,028	11.1	旧株 9 につき新株 1	有	140	176	業務執行者	2016.5.18	2016.6.15	10取引日
235,682,510	63.6	旧株11につき新株 7	有	0.32	0.68	取締役会	2016.5.12	2016.6.8	11取引日
8,345,118	24.0	旧株25につき新株 6	有	0.62	0.74	執行役員	2016.2.24	2016.4.26	11取引日
1,660,260	62.5	旧株 8 につき新株 5	有	21.69	26.9	取締役会会長 執行役員	2016.3.22	2016.4.15	10取引日
5,608,332	46.2	旧株13につき新株 6	有	2.25	4.05	取締役会	2016.2.9	2016.3.8	15取引日
531,195,576	300.0	旧株 1 につき新株 3	有	0.66	2.32	執行役員	2016.1.12	2016.2.5	10取引日

優先引受権を維持した発行(2015年)

	AMF の査証 (visa) の番号	発行会社の情報 (発行前)				予定発行総額
		名 称	会社資本の額	発行済株式数	株式の額面	
1	n° 15 – 538 du 20 octobre 2015	TECHNICOLOR	338,635,400.00	338,635,400	1	227,369,479.50
2	n° 15 – 457 du 26 août 2015	GUY DEGRENNE	5,351,172.50	53,511,725	0.1	10,060,204.30
3	n° 15 – 338 du 6 juillet 2015	FREY SA	17,212,500.00	6,885,000	2.5	44,752,500.00
4	n° 15 – 301 du 23 juin 2015 (suppl., n° 15 – 452 du 19 août 2015)	GROUPE LATECOERE	38,100,898.00	19,050,449	2	222,890,148.00
5	n° 15 – 240 du 29 mai 2015	ORAPI	3,852,077.00	3,852,077	1	6,498,282.20
6	n° 15 – 221 du 26 mai 2015	OLYMPIQUE LYONNAIS GROUPE	20,126,756.24	13,241,287	1.52	52,965,144.00
7	n° 15 – 205 du 19 mai 2015	RUBIS	97,443,230.00	38,977,292	2.5	133,636,416.00
8	n° 15 – 184 du 11 mai 2015	AVANQUEST SOFTWARE	2,998,255.50	29,982,555	0.1	30,000,000.00
9	n° 15 – 074 du 4 mars 2015	AVENIR TELECOM	18,705,179.00	93,525,895	0.2	3,117,528.00
10	n° 15 – 063 du 25 février 2015	FONCIERE DES REGIONS	188,050,671.00	62,683,557	3	254,651,930.00
11	n° 15 – 062 du 24 février 2015	SOCIETE ANONYME DES BAINS DE MER ET DU CERCLE DES ETRANGERS A MONACO (S.B.M.)	18,160,490.00	18,160,490	1	219,923,516.60
12	n° 15 – 055 du 18 février 2015	IMPLANET	8,099,283.00	5,399,522	1.5	9,719,136.00
13	n° 15 – 021 du 14 janvier 2015	EURO DISNEY	38,976,490.00	38,976,490	1	350,788,410.00
14	n° 15 – 020 du 12 janvier 2015	VALNEVA SE	8,631,142.14	額面0.15ユーロの普通株式56351833株と、額面0.01ユーロの優先株式17836719株	0.15	45,031,721.02

検討

- ①会社資本の多寡にかかわらず優先引受権を維持した発行を行っている。
- ②発行による資本増加率は様々であり、100%、さらに1000%に至る例もみられる。
- ③縮減可能な引受権をも設定することが大勢である。
- ④発行価額は、時価に近いケースから大幅な割引を加えるケースまで様々である。
- ⑤実際に発行を決定するのは株主総会から権限委譲を受けた業務執行機関のいずれか。
- ⑥引受期間は法律上最短の5取引日でなく、8～11取引日という例が多い。
- ⑦発行の決定日から実際の新株発行日まで1か月前後を要するのが通常であるが、最短では3週間の例がある。
(n° 17 – 624 du 1er décembre 2017; ただし実際は目論見書の公告が遅延したためこの予定より3取引日分遅れた)。

フランス株式会社における株主の新株引受権を中心とした新株発行の規制（1）（小倉） 157

発行の態様、その他の情報

予定発行株式数	会社資本の増加率 (%)	既存株式（旧株）の数と割り当てられる新株の数との関係	縮減可能な引受権の有無	一株あたりの発行価額	発行価額決定日または visa 申請日直前の取引日での終値	発行決定機関	発行決定日	新株発行日	引受期間
48,376,485	14.3	旧株 7 につき新株 1	有	4.7	6.508	執行役員	2015.10.19	2015.11.17	10取引日
21,404,690	40.0	旧株 5 につき新株 2	有	0.47	0.81	執行役員	2015.8.6	2015.9.22	10取引日
1,721,250	25.0	旧株 4 につき新株 1	無し	26	29.5	取締役会	2015.6.29	2015.7.30	9取引日
74,296,716	390.0	旧株10につき新株39	有	3	9.15	執行役員	2015.8.19	2015.9.17	8取引日
669,926	17.4	旧株23につき新株 4	有	9.7	9.9	取締役会会長 執行役員	2015.5.28	2015.6.24	8取引日
33,103,215	250.0	旧株 2 につき新株 5	有	1.6	4.74	取締役会	2015.5.26	2015.6.18	9取引日
2,784,092	7.1	旧株14につき新株 1	有	48	62.33	業務執行者	2015.5.19	2015.6.15	11取引日
300,000,000	1,000.6	旧株 1 につき新株10	有	0.1	0.36	取締役会	2015.5.5	2015.6.16	18取引日
15,587,640	16.7	旧株 6 につき新株 1	有	0.2	0.25	取締役会会長 執行役員	2015.3.3	2015.4.7	10取引日
3,917,722	6.2	旧株16につき新株 1	有	65	93.57	執行役員	2015.2.25	2015.3.23	9取引日
6,356,171	35.0	旧株20につき新株 7	有	34.6	42	取締役会	2015.2.24	2015.3.24	10取引日
4,319,616	80.0	旧株 5 につき新株 4	有	2.25	3.84	執行役員	2015.2.16	2015.3.20	10取引日
350,788,410	900.0	旧株 1 につき新株 9	無し	1	3.22	業務執行者	2015.1.14	2015.2.20	15取引日
18,231,466	31.7	旧株（普通株式） ³⁴ につき新株11	有	2.47	4.02	執行役員	2015.1.12	2015.2.6	11取引日

注5：優先引受権の除去の方式について：L. 225-138条による除去では、株主総会は新株の割当先を名指しで、または人の部類を示す形で示す（第二章第一節）。これに対してL. 225-136条による除去は公募または私募のための除去であり、募集の性質上割当先を株主総会が指示することはない（第二章第二節）。

注6：発行価額は、L. 225-138条による除去においては、株主総会がその額または算定方法を定める。L. 225-136条による除去においては、法律による最低発行価額の規制があり、上場している株式と同種の株式の発行価額は、その決定時に先行する3取引時間における株価の出来高加重平均に最大5%のディスカウントを加えた額を下回ることはいできない。

優先引受権を除去した発行（2017年）

	AMF の査証 (visa) の番号	発行会社の情報（発行前）				予定発行総額
		名 称	会社資本の額	発行済株式数	株式の額面	
1	n° 17 – 584 du 13 novembre 2017	ERYTECH PHARMA	1,175,442.20	11,754,422	0.1	107,480,660
2	n° 17 – 491 du 18 septembre 2017	LE TANNEUR & CIE	4,282,136.00	4,282,136	1	10,800,000
3	n° 17 – 463 du 7 septembre 2017	EKINOPS	5,450,578.50	10,901,157	0.5	24,000,001
4	n° 17 – 441 du 17 août 2017	AIR FRANCE-KLM	300,219,278.00	300,219,278	1	750,548,200
5	n° 17 – 0342 du 7 juillet 2017	CELLNOVO GROUP	12,475,587.00	12,475,587	1	17,500,007
6	n° 17 – 297 du 23 juin 2017	GENSIGHT BIOLOGICS	494,696.33	19,787,853	0.025	22,500,000
7	n° 17 – 200 du 16 mai 2017	SUEZ	2,263,664,780.00	565,916,195	4	749,999,993.2
8	n° 17 – 161 du 13 avril 2017	ERYTECH PHARMA	874,064.80	8,740,648	0.1	70,500,000.0
9	n° 17 – 007 du 9 janvier 2017	FONCIERE DES REGIONS	20,627,355.00	6,875,785	3	347,826,097.6

注7：備考にある「優先期間」とは、既存株主が自己の持株比率に応じて優先的に公募に応募することのできる期間のこと。優先引受権を代替する機能を有する（第一章第二節）。

発行の態様、その他の情報							
予定発行株式数	会社資本の増加率 (%)	優先引受権の除去の方式 (割当ての方式)	一株あたり発行価額	発行決定機関	発行決定日	新株発行日	備考
5,374,033	45.7	L. 225-138条	20	取締役会	2017.11.6	2017.11.14	アメリカおよびヨーロッパ各国の機関投資家向け発行
4,320,000	100.9	L. 225-138条	2.5	株主総会	2017.9.27	2017.9.29	株主総会決議が査証申請より後のケース；単独の割当先への第三者割当；この後さらに優先引受権有の発行を行っている（n° 17 - 623 du 1er décembre 2017）
5,714,286	52.4	L. 225-138条	4.2	株主総会	2017.9.29	2017.10.5	株主総会決議が査証申請より後のケース；2主体を引受人とする第三者割当
75,054,820	25.0	L. 225-138条	10	株主総会	2017.9.4	未確定	株主総会決議が査証申請より後のケース；2社を引受人とする第三者割当
4,069,769	32.6	L. 225-138条	4.3	取締役会	2017.7.6	2017.7.12	機関投資家向け募集
3,750,000	19.0	L. 225-138条	6	執行役員	2017.6.22	2017.6.27	アメリカおよびヨーロッパ各国の機関投資家向け発行
47,468,354	8.4	L. 225-136条	15.8	執行役員	2017.5.16	2017.5.24	優先期間付き公募（長さ3取引日、株主優先募入型、優先的に申込むことのできる地位の譲渡はできない）
3,000,000	34.3	L. 225-138条	23.5	取締役会	2017.4.12	2017.4.19	アメリカおよびヨーロッパ各国の機関投資家向け発行
4,414,597	64.2	L. 225-136条	78.79	執行役員	2017.1.9	2017.1.17	優先期間付き公募（長さ3取引日、株主優先募入型、優先的に申込むことのできる地位の譲渡はできない）

優先引受権を除去した発行(2016年)

	AMF の査証 (visa) の番号	発行会社の情報 (発行前)				予定発行総額
		名 称	会社資本の額	発行済株式数	株式の額面	
1	n° 16 – 543 du 23 novembre 2016	OLYMPIQUE LYONNAIS GROUPE	70,486,396.08	46,372,629	1.52	39,146,786
2	n° 16 – 502 du 27 octobre 2016	EUROPACORP	10,046,638.58	29,548,937	0.34	60,000,003
3	n° 16 – 488 du 18 octobre 2016	ALPHA MOS	4,947,094.80	24,735,474	0.2	3,500,000
4	n° 16 – 486 du 17 octobre 2016	SOLOCAL GROUP	233,259,384.00	—	0.1 (* 減資後)	164,000,000
5	n° 16 – 464 du 7 octobre 2016	GENFIT	6,588,698.50	26,354,794	0.25	33,900,000
6	n° 16 – 458 du 30 septembre 2016	ONXEO	10,367,715.00	41,470,860	0.25	12,500,000.9
7	n° 16 – 435 du 15 septembre 2016	ORCHESTRA-PREMAMAN	19,203,558.00	16,002,965	1.2	30,000,017
8	n° 16 – 333 du 19 juillet 2016	TOUAX SCA	4,707,528.00	588,441	8	9,737,715
9	n° 16 – 317 du 13 juillet 2016	POXEL	390,624.56	19,531,228	0.02	26,520,000
10	n° 16 – 315 du 13 juillet 2016	MAUNA KEA TECHNOLOGIES	647,068.28	16,176,707	0.04	4,440,395
11	n° 16 – 160 du 2 mai 2016	GROUPE FNAC	16,687,774.00	16,687,774	1	159,024,654.0
12	n° 16 – 145 du 20 avril 2016 (compl. n° 16 – 264 du 20 juin 2016)	FONCIERE INEA	73,243,704.17	5,089,903	14.39	24,499,910.4
13	n° 16 – 132 du 11 avril 2016	MEDIAWAN	56,865.00	5,686,500	0.01	250,000,000.0
14	n° 16 – 085 du 18 mars 2016	SOITEC	23,132,418.40	231,324,184	0.1	76,468,728.1
15	n° 16 – 053 du 18 février 2016	COMPAGNIE MAROCAINE	1,120,000.00	224,000	5	1,051,078.8
17	n° 16 – 033 du 20 janvier 2016	PIERRE ET VACANCES	88,215,510.00	8,821,551	10	24,680,731.0

フランス株式会社法における株主の新株引受権を中心とした新株発行の規制（1）（小倉） 161

発行の態様、その他の情報							
予定発行株式数	会社資本の増加率 (%)	新株引受権の除去の方式 (割当ての方式)	一株あたり発行価額	発行決定機関	発行決定日	新株発行日	備考
11,710,427	25.3	L. 225-138条	3.3429	株主総会	2016.12.15	期限2016.12.31 (全体の30%) 期限2017.2.28 (残部)	株主総会決議が査証申請より後のケース；単独の引受人への第三者割当
11,428,572	38.7	L. 225-138条	5.25	株主総会	2016.11.17	2016.11.18	単独の割当先への第三者割当；取締役会による新株発行の計画策定とAMFへの査証の申請が先行し、株主総会がこれに許可を与えたケース
8,750,000	35.4	L. 225-138条	0.4	株主総会	2016.10.28	2016.11.3	単独の割当先への第三者割当；取締役会による新株発行の計画策定とAMFへの査証の申請が先行し、株主総会がこれに許可を与えたケース
82,000,000	—	L. 225-138条	2	株主総会	2016.10.19	2016.12.16	予定発行株式数は最大の場合；2016年10月19日に株式の額面を0.1ユーロに下げることによる減資を実施。本発行は、会社が以前に行った債務整理計画に含まれる債権を有する会社債権者に対して、この債権との相殺をもって払込みとして新株を割り当てる計画によるもの。
1,695,000	6.4	L. 225-138条	20	執行役員	2016.10.5	2016.10.11	国内外の機関投資家に対する募集；会社は並行して優先引受権を維持した発行を行っている (n° 16 - 465 du 7 octobre 2016)
5,434,783	13.1	L. 225-138条	2.3	執行役員	2016.9.30	2016.10.5	単独の引受人への第三者割当
1,916,934	12.0	L. 225-136条	15.65	取締役会	2016.9.14	2016.10.4	優先期間の設定無し；フランス国内での公募と国内外の機関投資家に対する募集
980,636	166.6	L. 225-136条	9.93	業務執行者	2016.7.18	2016.7.28	優先期間付き公募（長さ3取引日、株主優先募入型、優先的に申込みことのできる地位の譲渡はできない、持株数に比例した数の株式の優先的応募を超えた優先的な引受け（縮減可能）の申込みが可能）
3,400,000	17.4	L. 225-138条	7.8	執行役員	2016.7.12	2016.7.18	国内外の機関投資家向け募集
2,980,131	18.4	L. 225-138条	1.49	取締役会	2016.7.12	2016.7.15	機関投資家向け募集
2,944,901	17.6	L. 225-138条	54	株主総会	2016.5.24	2016.5.24	株主総会決議が査証申請より後のケース；単独の引受人への第三者割当
686,272	13.5	L. 225-138条	35.7	株主総会	2016.5.11	2016.6.22	株主総会決議が査証申請より後のケース；引受人は6主体
25,000,000	439.6	L. 225-136条	10	取締役会	2016.4.7	2016.4.22	新株とフロントをセットにしたプロ向け募集。上場先は Euronext Paris のプロ市場
139,034,051	60.1	L. 225-138条	0.55	株主総会	2016.4.11	2016.4.12	株主総会決議が査証申請より後のケース；割当先となるのは3社；この発行の後優先引受権の発行を行っている (n° 16 - 168 du 12 mai 2016)
57,436	25.6	L. 225-138条	18.3	株主総会	2016.3.4	2016.3.7	株主総会決議が査証申請より後のケース；単独の引受人への第三者割当
980,172	11.1	L. 225-138条	25.18	株主総会	2016.2.4	遅くとも 2016.3.31	株主総会決議が査証申請より後のケース；単独の引受人への第三者割当

優先引受権を除去した発行(2015年)

	AMF の査証 (visa) の番号	発行会社の情報 (発行前)				予定発行総額
		名 称	会社資本の額	発行済株式数	株式の額面	
1	n° 15 – 614 du 3 décembre 2015	ERYTECH PHARMA	690,953.10	17,273,828	0.04	25,380,000
2	n° 15 – 402 du 22 juillet 2015	ZUBLIN IMMOBILIERE FRANCE	17,054,714.25	426,367,856	0.04	11,522,925
3	n° 15 – 371 du 15 juillet 2015	DBV TECHNOLOGIES	1,966,166.10	49,154,153	0.04	222,040,800
4	n° 15 – 301 du 23 juin 2015 (suppl., n° 15 – 452 du 19 août 2015)	GROUPE LATECOERE	23,848,986.00	11,924,493	2	57,435,205
5	n° 15 – 080 du 6 mars 2015	NICOX	19,848,329.60	99,241,648	0.2	27,000,000
6	n° 15 – 021 du 14 janvier 2015	EURO DISNEY	38,976,490.00	194,882,450	0.2	492,000,000.0

検討

- ①法律による最低発行価額の規制がない L. 225-138条による除去(発行価額は株主総会が決定する)では、時価と比しても高いディスカウント率が採用されるケースが珍しくない。
- ② L. 225-138条に基づく除去のうち、名指しされた人物を割当先とするケースでは、定時総会の機会を利用できた場合を除き、業務執行機関が割当先との交渉をまとめたうえで AMF への査証の申請した後に開催される株主総会で、そのような優先引受権の除去の決議を得る必要がある。
- ③公募は、件数自体が少ないが、米国において募集を行う 1 件を除く 4 件中 3 件で優先期間が設定されている。それらのケースの中では法律の許容する最短の 3 取引日という設定が共通。うち 1 件は縮減可能な引受けの申込みをも許容する優先期間。
- ④発行決定日から新株発行日までの所要時間は 1 週間弱、最短では初日を算入して 4 日という例がみられる (n° 16 – 315 du 13 juillet 2016)。

発行の態様、その他の情報							
予定発行株式数	会社資本の増加率 (%)	新株引受権の除去の方式 (割当ての方式)	一株あたり発行価額	発行決定機関	発行決定日	新株発行日	備考
940,000	5.4	L. 225-136条	27	取締役会会長 執行役員	2015.12.3	2015.12.7	国内外の機関投資家向け私募
7,482,419	1.8	L. 225-138条	1.54	株主総会	2015.7.27	2015.7.31	株主総会決議が査証申請より後のケース；単独の引受人への第三者割当
3,600,000	7.3	L. 225-136条	61.678	取締役会会長 執行役員	2015.7.15	2015.7.20	優先期間なし；米国の Nasdaq Global Select Market で流通する米国預託株式の公募；米国における引受人と会社とを仲介するシンジケートによる引受け保証が存在
7,125,956	59.8	L. 225-138条	8.06	執行役員	2015.8.19	2015.8.21	株主総会決議が査証申請より後のケース；経営難の会社であり割当先は会社の債権者；同一の visa で優先引受権有の発行も実施している。
15,000,000	15.1	L. 225-138条	1.8	取締役会	2015.3.5	2015.3.10	国内外の機関投資家向け発行
393,600,000	202.0	L. 225-138条	1.25	業務執行者	2015.1.14	2015.2.20	同一の査証のもと優先引受権有の発行を並行実施し、いずれの発行も同日に実現した；発行後に行われる、割当てを受けた二社による義務的公開買付が完了した時点における EURO DISNEY 株主に対しては、その者の保有する株式数から所定の方式で算出される数の EURO DISNEY 株を、第三者割当を受けた二社から、当該第三者割当における発行価額と同じ 1 株 1.25 ユーロで取得する権利が付与されるものとされている。

まとめ

	優先引受権有の 発行件数	優先引受権無しの 発行件数		優先引受権有の 発行総額	優先引受権無しの 発行総額
2017年	19	9	2017年	8,353,418,721.36	2,101,154,958.73
2016年	13	17	2016年	4,227,649,636.40	919,470,020.30
2015年	14	6	2015年	1,611,404,415.62	835,378,930.62
計	46	32	計	14,192,472,773.38	3,856,003,909.65

	優先引受権有の発行を 行った会社の資本の平均	優先引受権無しの発行を 行った会社の資本の平均
2017年	226,272,990.73	289,918,213.09
2016年	180,863,454.96	35,193,811.09
2015年	57,453,110.31	17,064,273.18
計	464,589,556.00	342,176,297.35

3年を通じた会社の資本の額の中央値	
優先引受権有	優先引受権無し
14,923,523.60	10,367,715.00

検討

- a 全体の件数では優先引受権有の発行が多い。ただし2016年は優先引受権無しの発行が勝る。
- b 発行総額では、優先引受権有の発行のほうが優先引受権無しの発行を圧倒している。その差は単に件数の比ではない。
- c 発行会社の資本に着目してみると、優先引受権無しの発行を行う会社は相対的に規模の小さい会社である。2017年の優先引受権無しの発行を行った会社の資本の平均が突出しているのは、Suez社(資本2,263,664,780ユーロ)の公募による影響が大きい。
- d b, cからは、発行総額の差は、発行会社の規模の差に関係しているとも考えられる。

なお、フランス法では、引受けの申込みがなかった新株(失権株)に対する既存株主の優先引受権も認められている。上記の引受権が、持株比率に応じた一定量の株式の引受けを保障するものであることから「縮減不能」(irréductible)の引受権と呼ばれるのに対し、生じた失権株の数に応じて割当てが決まる(申し込んでいても割当てがゼロということもありうる)この第二の引受権は「縮減可能」(réductible)の引受権と呼ばれる。本稿で扱うのはもっぱら第一の優先引受権、縮減不能の引受権であるが、簡略に以下の点を指摘しておく。縮減可能の引受権は、株主総会または株主総会から新株発行の決定権限の委譲を受けた取締役会によって設定される(L. 225-133条)。1935年8月8日のデクレ・ロワの制定以来強行法規であったこの権利

は、1983年1月3日の法律による改正時に任意法規化され(同改正前後の商事会社に関する1966年7月24日の法律184条を参照)、実際にこの第二の引受権を通じて割り当てられる株式数は発行される株式全体の1%にも満たないなど周縁化されている⁽⁶⁾。もっとも、今日においてもフランスの株主はこの権利に愛着を示しているといわれており⁽⁷⁾、実際、上場会社であっても第一の引受権を維持して行う発行ではあわせてこの第二の引受権をも設定することがほとんどである(資料を参照)。

第二款 優先引受権の譲渡可能性とその意義

株主は優先引受権の行使を強制されることはない。株主有限責任の反映として、株主の同意なく会社に対するこの者の義務を加重することはできないからである(L. 225-96条1項)。また、優先引受権は、これが分離した元である株式自体(優先引受権は株式の内容であることが喚起される)と同じ条件で譲渡することが可能である(L. 225-132条3項)。たとえば、株式の譲渡に取締役会の承認を要求する定款条項がある会社では、優先引受権の譲渡にもこの定款条項が及ぶ⁽⁸⁾。上場している株式について、会社が新株発行を決定し、優先引受権が具体化した時には、後述する優先引受権の流通期間中、取引所においてこれが売買される。このように譲渡の機会が与えられることによって、引受けを望まない株主、または端数となる権利を有する株主にも、経済的利益の希釈化を回避する機会が与えられる⁽⁹⁾。

第三款 優先引受権の公正性およびその評価

このような優先引受権制度をフランスにおいて法定したのは1935年8月8日のデクレ・ロワであった。その当初の目的は、株主総会から新株発行の権限委譲を受けた取締役会がこの権限を濫用して、既存株主、とくに少数派株主を犠牲にして自派の利益になるような発行を行うことがしばしば見られたことに対処することであった⁽¹⁰⁾。立法時点での趣旨はそのようなものであったが、ひとたび法定された後には、単に取締役会の濫用に対処するという抑止的な面だけでなく、その帰結が公正に適うという積極的な面が着目されるよ

うになり、学説のほか、フランス企業の株主および市場監視機関（証券取引委員会 COB、現在は金融市場機関 AMF）からの支持を獲得した。⁽¹¹⁾

また、法によって優先引受権が原則に据えられていることが、裁判所の判断にも影響を及ぼしている様子が観察される。そこでは、形式的には株主の優先引受権が確保されている場合であっても、発行価額の設定を通じたその脱法（フロード [fraude]）が咎められるか、または、優先引受権に備わる「公正」が、各株主がそれぞれ自身の持株比率に応じて新株発行に参加する権利である新株引受権が株主間の「平等」として把握され、これを破ることが多数決の濫用（abus de majorité）⁽¹²⁾として当該新株発行の無効という結論を導くことになる。後者の例として、不動産民事会社の事案であるが、既存の社員に対して任意に出資の優先引受権を付与し、かつ発行価額は額面であったが、ことさらに少数派社員に出資を引き受けるための十分な資金がない時期を狙って実施した発行が多数決濫用の法理により無効とされた事案がある（加えて、会社の主張した増資の目的は架空であった）⁽¹³⁾。前者の例として、会社内に準備金が存在するわけでもなく、また補填する必要のある欠損もないという状況で、額面の26倍に当たる発行価額を設定したことが、もっぱら少数派株主による引受けを事実上不可能にする目的であったものとしてフロードが認定された事案がある⁽¹⁴⁾。

これらの判例のような例外的な場合を除けば、既存株主の優先引受権を維持して行う発行においては、既存株主の利益はこの権利の作用によっておのずと確保される。ただ、上述の多数決の濫用またはフロードの事案からも示唆されるように、この場合においてもこの権利を行使する機会が適切に確保されるようにすることが必要である。具体的には、新株発行の事実と優先引受権の存在とを株主に知らせるための通知または公告が行われること、および、実際に権利を行使するための十分な期間が確保されることが必要となる。

第二節 優先引受権と新株発行のスケジュール

優先引受権を維持した発行においては、株主にこの権利の存在をしらせる通知または公告の手續きと、株主がこの権利を行使するための期間との2段階の手續きが必要となる。本節では、各段階の規制の変遷とその趣旨について確認するのに先行して、優先引受権を維持した発行におけるスケジュールの全体像をおさえる。

第一款 現行法におけるスケジュールの概観

(1) 規定の全体像

株主の優先引受権を維持した発行においては、上述のとおり、①この権利の存在を株主にしらせるための通知または公告の措置と、②株主が権利を行使または売買するための期間の確保とが重要となる⁽¹⁵⁾(なお、当該発行がAMFの査証を受けた目論見書の公示を要する「公募」〔通貨金融法典L. 411-1条〕に該当する場合には、この目論見書の公示が商法典の定める公告に代わる)。これら2つの過程についてそれぞれ立ち入る前に、現行法において、株主の優先引受権を維持した発行のスケジュールがどのようになっているのか、その全体像を確認する。

商法典

L. 225-132条

①・② 〔省略〕

③優先引受権は、それが流通可能な株式から分離したものでないときは、株式自体と同一の条件のもとでこれを譲渡することができる。それ以外の場合においては、この権利は、株主による引受権の行使期間と等しい長さの期間中流通可能である。流通期間は行使期間の初日に先行して開始し、末日に先行して終了する。株主の優先権の行使および流通の方式に関する株主への情報提供はコンセイユ・デタの議を経たデクレにより明らかにされる。

④以下 〔省略〕

R. 225-117-1条

L. 225-132条3項の適用に関して、優先引受権は、それが流通可能〔民法典の定める債権譲渡の方式によらずに譲渡しうる性質のこと。筆者注〕な株式から分離したものであるときは、引受期間の初日の2仕事日前から（その日が流通日でないときは、その直前の流通日から）、引受期間の末日の2仕事日前まで（その日が流通日でないときは、その直前の流通日まで）流通可能である。

L. 225-141条

①引受権を行使するため株主に付与される期間は引受けの開始から起算して5取引日を下回ることはいない。

②〔省略〕

L. 225-142条

会社は引受けの開始に先行して公告の手続きを完遂する。公告の方式はコンセイユ・デタの議を経たデクレにより定める。

R. 225-120条

①新株または資本アクセス証券の発行が資本増加をとまなう可能性がある場合には、株主は以下の事項を内容とする通知によりこの発行および発行の態様をしらせられる。

1°~13°〔省略〕

②〔省略〕

③本条の定める記載事項は、引受け終了の日と定められた日の遅くとも14日前までに受領通知付き書留郵便によって株主へとしらせられる。

④会社の株式の一部が無記名式である場合および会社の株式が規制市場

における流通を承認されている場合には、第3項と同一の期間までに、上記の記載事項を内容とした通知がBALOにおいて公示される趣旨書に挿入される。

⑤しかしながら、当該会社が第1項の発行を通貨金融法典 L. 411-1 条にいう公募により行う場合には、当該会社は、引受け終了の日と定められた日の遅くとも14日前までに同法典 L. 412-1 条の定める方式にしたがいこれらの記載事項を公にする。この場合前4項の定める手続きは免除される。

かつては、これら2つの過程の間に明白な前後関係が存在し、まず通知または公告が行われた後、少なくとも中6日を挟んだ後に、株主が権利を行使するための期間の初日が設定されるものとされていた(1953年2月22日の法律による改正後の1935年8月8日のデクレ・ロワ2条; 商事会社に関する1967年3月23日のデクレ156条2項ないし4項⁽¹⁶⁾)。ただ、通信技術の発達していない時代にはこのようなインターバルの設定は合理的であったが、時代を下るにつれ、優先引受権を維持した発行に要する時間を長引かせこれを不便なものにする要因の一つとして疑問視されるようになる⁽¹⁷⁾。

現行の制度を導入した2004年6月24日のオルドナンスによる改正以後も、2つの過程の間のこの前後関係自体は維持され、通知または公告は、引受けの開始前に行われるものと定められている(L. 225-142条)。その一方で、批判のあった上記の6日間の待機時間は廃止され、これに代わって、通知または公告は優先引受権の行使のための期間の末日の14日前までに行われるものと規定された(2005年2月10日のデクレによる改正後の1967年3月23日のデクレ156条3項4項; 現在の商法典 R. 225-120条3項4項)。通知または公告の期限として、引受けのための期間の初日に代えて最終日が参照されるように変化したのである。そのようにして、6日間の待機時間をはさんだ独立した2つの手続きが存在するという形式から、通知または公告の実施に始

まり引受期間の末日で終了する最短15日間へと、一体化されたような形式となった。このような規定のあり方は、ヨーロッパ連合指令の規定にフランス国内法を一致させたものである(2017年6月14日の指令72条3項最終文を参⁽¹⁸⁾照)。なお、同じ2004年6月24日のオルドナンスによる改正以後、株主に与えられる引受けのための期間は、少なくとも5取引日確保されなければならないと定められている(L. 225-141条1項;非上場会社でも、「取引日」単位となる)。

なお、現在では、優先引受権の取引所における譲渡の決済に2取引日を要することを反映して、権利の行使のための期間と、流通のための期間とが分離されている。(後者が前者の2日先行して開始し、2日先行して終了する(L. 225-132条3項、2015年5月18日のデクレにより新設された商法典R. 225-117-⁽¹⁹⁾1条)。

以上をまとめると、株主への個別通知または公告と、優先引受権の行使のための期間の確保とのために、少なくとも15日間(初日不算入の原則については民事手続法典641条1項が定める)を要することになる。この15日間の前には通知の発送もしくはBALOへの公告掲載依頼、または、AMFの査証を得た目論見書の公示のために必要な日数が付け加わり、後には引受けの申込みと払込みを確認し新株発行手続きを完了させるための過程が続く。これらの過程の全体では、最短でおよそ3週を要するというのが、現行のフランス法における、株主の優先引受権を維持して行う発行のスケジュールである。

(2) 近時の事例にみる法規の適用—2017年12月のMEDASYS社の例から

このような法規のもとで可能な新株発行スケジュールの例として、2017年12月に行われたEuronext Paris上場会社のMEDASYS社による新株発行のスケジュールを示す。この発行においては、引受期間の長さは法律の定める下限である5取引日に設定され、現行のフランス法の下で最速のスケジュールを目指したものだ。ただし、実際には目論見書の公示が遅れたのに

応じて引受期間の開始が先送りされたため、12月5日以降のスケジュールはすべて3取引日遅延する結果となったため、以下の予定通りには実現しなかった⁽²⁰⁾のであるが、現行法のもとで可能な最短のスケジュールを示す例としては十分である。

表：MEDASYS 社による新株発行のスケジュール予定

日時	出来事
2017年12月1日（金）(c)	権限の復委託に基づき執行役会会長が新株発行の実施を決定
12月1日（金）	目論見書にAMFの査証を得る(a)
12月5日（火）	優先引受権の流通期間の初日(b)
12月7日（木）	優先引受権の行使期間の初日(b)
12月12日（火）	優先引受権の流通期間の末日
12月14日（木）	優先引受権の行使期間の末日(a)
12月20日（水）	各仲介者が受け付けた引受けの申込みの集計期限
12月21日（木）	執行役会において新株発行が完了したことを確認
12月22日（金）(c)	新株の発行、口座への記録、Euronext Paris への上場

* 当該発行に係る目論見書（AMF, Visa no 17-624 du 1^{er} dec. 2017）より作成。

検 討

(a)：AMFの査証の獲得（目論見書はその後公示される）は、優先引受権を行使する末日の14日前に設定されている。

(b)：優先引受権の流通の期間と、行使の期間とが2取引日ずれるように設定されている。

(c)：執行役会会長による新株発行の実施の決定日から、発行日までは22日を要している。

現行法の全体像が以上のようになっていることを踏まえて、まず、通知または公告の規制を、次いで、優先引受権の行使のための期間の規制を順に検討する。

第二款 株主への通知または公告

(1) 商法典の定める通知または公告

フランス商法典は、「会社は引受けの開始前に、コンセイユ・デタの議を経たデクレの定める方式の公告手続きを完遂する」と定める(商法典L. 225-142条)。この義務は履行命令の対象となるほか(L. 225-149-1条、L. 238-1条およびL. 238-6条)、この義務に違反してなされた新株発行は裁判所により無効とされる可能性があり(L. 225-149-3条3項)、無効訴権が行使されずとも、違反して発行された株式に付された議決権および配当を受ける権利は停止される(L. 225-150条)。

L. 225-142条からの委任を受けて、商法典R. 225-120条1項が、株主に対してしらせられるべき事項を列挙する。それらの中では、当該新株発行にともなう資本増加の予定額(5°)、株主のために優先引受権が存在する旨、この権利の行使または譲渡の条件(8°)、引受期間の初日および末日(7°)、一株当たりの発行価額(9°)が重要であろう。これらの記載事項からも明らかのように、商法典の定める通知または公告は、優先引受権の存在を株主にしらせるためのものであるから、法律の定める手続きにしたがいこの権利を除去して行う発行に際しては、この通知または公告に関する規定は無用であり、したがって適用されない(R. 225-121条)。このように通知または公告の手続きを要しないことが、優先引受権の行使期間をが経過するのを待つ必要がないことと併せて、優先引受権を除去した発行が所要時間の面で有利である理由となる。

これらの事項を伝達するため会社が採用すべき手段は、株主への個別通知または公告である。この点、ヨーロッパ連合指令は、新株を引き受ける優先権の存在とその行使のための期間を株主にしらせるために、一定の官報(bulletin national)による公告の方法をとるべきことを原則に置きながら、構成国の選択によってその発行する株式のすべてが記名式である会社についてはこの公告を免除することができること、ただ、その場合にもすべての株主が書面による伝達を受けることを要するものとしている(2017年

6月14日の指令72条3項第1文ないし第3文)。これに対応するフランス法の規定は、まずその発行する株式がすべて記名式である会社について、受領証明付書留郵便による個別通知を行うものとし(R. 225-120条⁽²²⁾3項)、次いで、(発行済み株式の少なくとも一部について)無記名株式を発行している会社および規制市場上場会社は、BALO (Bulletin des annonces légales obligatoires; 義務的法定公告のための官報)による公告を行うものとして(同4項)。

(2) 目論見書の公示による商法典上の公告の代替

ただし、会社の行う発行がAMFの査証を得た目論見書(prospectus; 法文上は、情報提供書類[note d'information]と呼ばれる)の公示を要する金融証券の「公募」(通貨金融法典L. 411-1条)に該当する場合には、当該目論見書の公示によって商法典上の通知または公告の義務を免れることになっている(同⁽²³⁾5項)。なお目論見書の頒布の方式についてはAMF一般規則(Règlement général de l'Autorité des marchés financiers)による規律がもうけられている。⁽²⁴⁾

いずれの方法によるのであれ、株主に対するこの情報提供は「引受けの開始前」(L. 225-142条)かつ「引受け終了の日として定められた日の遅くとも14日前まで」(R. 225-120条3項ないし5項)に行われることを要する。この最後の引用部が、指令の内容に一致したものであることは先にも述べたとおりである。

このように、フランス法が採用している通知または公告の期日は、指令の許容するもっとも短いものまで到達しており、今後の法改正によってもさらに短縮されることはない。公告の媒体がBALOであることも指令の要請であり(指令は一定の官報による公告を求めている)、たとえば金融誌における公告の掲載やコミュニケ(communiqués; 会社によるプレスリリース)のEuronextウェブサイトにおける公表では、指令の要求を満たさないこと⁽²⁵⁾になる。

第三款 優先引受権の行使のための期間

(1) 現行法の状況

株主に優先引受権が留保されるとしても、この権利を行使するのに十分な期間が確保されなければ意味がない。そのために法律が用意する期間は引受期間 (*délai de souscription*) と呼ばれる。2004年6月24日のオルドナンスによる改正以後、フランス法は、引受期間は最短でも5取引日確保されなければならないことを定めている (L. 225-141条1項⁽²⁶⁾)。

フランス法のもとで優先引受権は、それが生じた元となった株式と同じ条件で譲渡することができるものとされている (L. 225-132条3項)。現行法のもとでは、権利を行使するための期間 (行使期間 *délai de exercice*) と、流通のための期間 (流通期間 *délai de négociation*) とを区別したうえで、流通期間は、行使期間の初日より2取引日先行して開始し、行使期間の最終日より2取引日先行して終了すると定められている。これは、取引所を通じた権利の売買の決済に2取引日を要することを反映して、流通期間の最終日に取得した権利を、行使期間の最終日において行使することができるようにするための措置⁽²⁷⁾である。

(2) 通知または公告の期限との関係

株主に新株発行が実施される旨と優先引受権の存在とをしらせる通知または公告の制度と、株主による優先引受権の行使または処分を可能とする引受期間の制度とは密接な関係を有する。上述のとおり、商法典の定める通知または公告 (またはこれに代わる目論見書の公示) は、引受けの開始に先行して (L. 225-142条)、かつ、権利の行使期間の最終日の14日前までに行われることを要するものとされている (R. 225-120条3項ないし5項)。

(3) 最低限確保されるべき引受期間の長さ

(A) 1966年7月24日の法律 (30日間)

株主による権利の行使のために、引受期間は最短で何日もうけることが必要か。長い引受期間が必要であるとすれば、ここでは既存株主の利益保護

と、新株発行の機動性の要請とが対立する。フランス法が経験した法改正の展開の中には、そうした対立を背景に立法者が示した考え方が記録されているほか、立法者の思惑とは無関係に実務が進歩をみせるという経緯を見出すことができる。現行法における最短の引受期間が5取引日であることは先のも述べたが(L. 225-141条1項)、以下では現行法に至るまでの改正の経緯を確認する。

優先引受権を行使するための期間を確保する法律の規定は、この権利を維持して行う発行に要する日数を嵩ませる最大の要因であった。1935年8月8日のデクレ・ロワにおいて「15日間」と定められていたその最短の日数は、その後の実務が実際にはこの期間のために3～5週間を充てていたことを反映し、1966年7月24日の法律によって「30日間」へと延長された(1966年7月24日の法律188条1項⁽²⁸⁾)。株主への通知または公告が、当時その初日の7日前まで(両手続きの間に中6日を置くことを要した)に行われるものとされていたことを踏まえると、当時この方式の新株発行のために会社が要した時間⁽²⁹⁾は相当に長いものだったといわざるをえない。

しかしながら、1966年7月24日の法律の立法準備作業において30日間という期間を長すぎるとみるような議論が生じることはなかった。むしろ、1935年8月8日のデクレ・ロワのもとにおける実務が15日間よりも長い引受期間を設定していたことからもうかがえるように、「投資家の間に株式が非常に分散している場合には、15日間というのはあまりに短すぎるのは明らかである⁽³⁰⁾」という理由から、30日間へ延長することがあえて選択されたことに注意を要する。また、1960年代は未だフランス経済の高度成長期(「栄光の30年」〔1945年-1973年〕)の最中にあったことも、新株発行という方法による資金調達を容易ならしめることの意義を見えづらくしていた可能性がある。実際、優先引受権制度の過度な厳格さが批判され、これを改めるべきとの議論が生じるようになった時期は、この高度経済成長期の最終期と重なる⁽³¹⁾。ただ、優先引受権制度の改正がまず進められたのは、優先引受権の除去の方式

の柔軟化においてであり（公募を容易にするために70年代に着手された試みについては第二章第三節で述べる）、引受期間を短縮するための改正が最初に行われるのは、つぎにみる1985年の改正を待つことを要する。

(B) 1985年12月14日の法律（20日間）

1985年12月14日の法律による改正によって、引受期間の下限は20日間となり、従来の30日間に比べて10日短いものとなった（同改正後1966年7月24日の法律188条1項）。

20日間という期間の長さの妥当性について、ここで参照すべき議論がある。1985年法律となる法律案は、その提出時においては、引受期間の下限を15日間まで引き下げることが予定するものであった。これがセナ（上院）における修正によって20日間に引き上げられたのであるが、その際、「〔セナの法律〕委員会としては、法案が提案する15日間と定められた期間は、株主が事情をよく把握して自らの引受権を行使することを可能にするにはあまりにも短すぎる⁽³²⁾」との考えを明らかにしている。これは、引受期間に必要な長さに関して、当時の立法者の認識を伝える記録である。

もっとも、この頃すでに広まり始めていた優先期間の実務（株主優先公募に当たる。第三節で述べる）を参照すると、1980年代において会社が既存株主のために設定する優先期間の長さは10日間前後というのが一般的であった⁽³³⁾。さらに、1987年に証券取引委員会 COB が示した立場は、優先期間は最低5取引日もうけるべきというものであった。こうした実務の状況に照らすと、立法者の認識とは異なり、株主は80年代においてすでに、20日間よりはるかに短い日数でも、優先引受権の処分をどうすべきかを適切に判断することができたものと推測される⁽³⁴⁾。

(C) 1994年8月8日の法律（10取引日）

1994年8月8日の法律による改正では、優先引受権を行使するための期間の下限は10取引日と、従来の20日間からさらに短縮された（同改正後の1966年7月24日の法律188条1項）。この時の改正から、暦上の日数に代えて取引

日が参照されている（非上場会社においても同じ規定が適用される）。

10取引日という長さの妥当性について、10取引日が経過するためには少なくとも2週にまたがることになるので、上記の1985年12月14日の法律の提出時点での案（暦上の15日間を提案）に近いものとも評価できる。⁽³⁵⁾しかしながら、引受期間を短縮すべきと考えた立法者の理由は1985年12月14日の法律の時とは異なっており、1994年における立法者は、長すぎる引受期間は優先引受権の市場を不安定にし、権利の市場価格が権利の現実の価値を反映することを妨げるためにかえって株主のためにはならないと説明した。⁽³⁶⁾

加えて、1994年の立法者は、優先引受権の市場がその現実の価値を表示するものであることを確保するためには、取引をより短い期間に集中させなければならないとも述べていた。⁽³⁷⁾立法者のこのような考え方を貫徹させるのであれば、1994年改正後の行使期間の下限はもっと短くされてもよかつたはずである。それが10取引日までの短縮にとどまったのは、それが株主の優先引受権の行使に必要なだと立法者が考えたことを意味している。しかしながら、優先期間を設定する場合には5取引日を確保すればよいと1987年の時点でCOBは考えていたという上述の指摘が、1994年法律の10取引日という選択に対しても当てはまることになる。このように、とくに優先期間の実務をみるかぎり、自身の引受権を行使するか否かを判断するために株主に必要な時間の長さは、1980年代には5取引日で足りると考えられていたようであるが、これに対して法律上の引受期間の規制は、1985年と1994年との2度の改正の後においても10取引日を要求しており、実務との乖離があった。⁽³⁸⁾

(D) 2004年6月24日のオールドナンス（5取引日・現行法）

2004年6月24日のオールドナンスによる改正により、優先引受権を行使するための期間の下限は5取引日へと短縮された（商法典L. 225-141条1項）。これが現行法となる。この改正はオールドナンス（行政府による命令）による改正であったため議会資料はなく、かつ共和国大統領に対する当該オールドナンスに関する報告書においても、5取引日を下限として採用した趣旨はとく

に示されていない。ただ、報告書には「改正後のL. 225-135条は優先期間の実務を確立し、優先引受権の行使期間は10取引日から5取引日へと変更された」とあり、同一の文の中で優先期間の法制化とともに期間の短縮に言及している。このことは、オールドナンスの起草者が両者の関係、つまり前者が後者に代替するものとして出現したものであることを意識していることを示しているように思われる。優先期間の実務の出現は、優先引受権をより使いやすいものに改めることを余儀なくさせるものであったと評価されており⁽³⁹⁾、優先期間と遜色ない程度にまで、法律上の優先引受権の制度を柔軟化させる方策として、引受期間の5取引日への短縮がなされたものと考えられる。

もっとも、フランスの上場会社が行っている近時の新株発行の実例をみると、多くの場合に8～11取引日の引受期間が確保されている様子がうかがえ、最短の5取引日が選択されることは稀である(前掲の資料参照)。その理由を考えるに、AMFの査証を得た目論見書を公示してから、引受期間の末日までの間にはいずれにしても14日間を置かなければならないのであって(会社が公告を行うべき期限について、本章第二節を参照)、最短の5取引日を採用することは、単に引受期間の初日を遅らせることを意味するにすぎないことを反映しているものと思われる。2004年の改正は、優先期間の長さとは法定の優先引受権の引受期間の下限との乖離を埋めようとしたが、通知または公告の期限の制約から、実際の意義は限定的にならざるをえなかったものと思われる。ただ、7～9取引日という引受期間(1994年8月8日の法律が定めた10取引日より短い)を設定する発行の実例も相当数存在しており、このような発行が可能になったことが、2004年6月24日のオールドナンスによる改正の成果であることは間違いない。

(4) 検 討

優先引受権の行使または流通のために十分な長さの期間が確保されることは、この権利が実効的に機能するための必要条件である。しかし、必要とされる引受期間の長さは時代を下るほどに短くなった。引受期間に30日間を要

求した1966年7月24日の法律以後の改正はすべてこの期間を短縮するものであったが、そのような方向への改正を推し進めた原動力には二系統あると解される。一つは、いうまでもなく新株発行のスケジュールを短縮しなければならないという実際の必要性であって、2004年6月24日のオルドナンスによる最新の改正に至るまで一貫して基底にある発想だと思われる。

もう一つの要素は通信技術の発達であり、これは株主(または優先引受権の取得者)が、自身の権利の処分に要する時間を削減することで、より短い期間であっても、優先引受権の行使または売買のために確保される期間として十分な長さとして評価するように環境を変化させたであろう。とくに5取引日や優先期間の最短の長さとして定められた3取引日(2004年6月24日のオルドナンス以後の優先期間の取扱いについては次節で述べる)という設定は、郵便を前提にしては到底十分な長さとはいえず、現行法は今日の通信技術を前提にしているものといわなければならない。

しかし、現行の5取引日という引受期間の下限に対しても、なお長すぎると批判する余地はある(「優先期間」は3取引日が確保されればよいとされている)。もっとも、上述した通知または公告の期限(引受けの開始前、かつ、引受けのための期間の最終日の14日前までに行われる)が採用されたことで、現行フランス法のもとで可能な新株発行のスケジュールは、ヨーロッパ連合指令が許容する最も短いものにすでに到達してしまっている。このことを前提にするかぎり、引受期間を現在の5取引日より短縮することには何の利益もないから(実際、フランスの上場会社も引受期間として5取引日より長い引受期間を用意するのが通常である)、指令自体の枠組みが変わらないかぎりこの点に関するフランス国内法のさらなる改正はありそうもない。

とはいえ、上場会社では新株発行のスケジュールは短いに越したことはないだろう。現行法の規制のもとでは、優先引受権を維持して行う発行には最速でも約3週間を要する。これは非上場会社では妥当な長さであるが、上場会社には長すぎるとの主張も有力である。そうはいっても法律の改正による⁽⁴¹⁾

これ以上の短縮が見込まれない以上、この所要時間の長さを嫌う会社は、つぎに述べるような「優先期間」による優先引受権の代替を検討することになる⁽⁴²⁾といわれる。

第三節 「優先期間」による優先引受権の代替

現行法までにかかなりの短縮がなされたとはいえ、優先引受権を維持した発行には、これを除去した発行の場合に比べて長い時間を要する。そこで、優先引受権を除去することによって発行に要する時間を短く済ませながらも、あたかも優先引受権が存在するように既存株主が優先的に引受けを申し込むことができる期間を会社が任意に設定するという実務が生じた。この「優先期間」の実務は現行法では一定の範囲で法律による規定の対象となっており、正式にもその意義が認められている。以下ではまずこの実務が生じた経緯を確認し、続いて現行法による規制の内容と限界について述べる。

第一款 仕組み

法定の優先引受権を法律の規定にしたがって除去し（取締役会および会計監査役の報告書にもとづく株主総会の決議による）、しかしながら、既存株主が自身の持株比率に応じた数の新株の引受けを優先的に申し込むことのできる期間を任意に設定する。既存株主のためにもうけられるこの期間を「(引受けの)優先期間」(délai de priorité [de souscription])という。このような発行は法定の優先引受権の除去を前提としているため、論理的には第二章で取り扱う株主の優先引受権を除去して行う発行に分類される（優先期間は公募との組み合わせが想定されている）。しかしながら、既存株主の権利の希釈化を阻止するという機能と、実際にこの方式が法定の優先引受権の代替手段として考案され利用されていることを踏まえ、優先引受権を維持した発行との関連においてここで検討するのが妥当である。⁽⁴³⁾

第二款 優先期間の意義

(1) 経緯

優先期間の実務は、まず転換社債などの複合社債の発行においてはじまったものであり、1971年から行われるようになったものとされる⁽⁴⁴⁾。その後、1980年代に株式の発行にもこの実務が応用されるようになった⁽⁴⁵⁾。

優先期間を設定した発行が適法であることについては、この実務が出現してからまもない時期から異論なく承認されていた⁽⁴⁶⁾。法律の要求する手続きを履践するならば、単純に新株引受権を除去することができるのであるから、この場面で既存株主が引受けに参加できるように特別の期間を設定するのは何の問題もないと説明される。

優先期間として確保される期間の長さは、1980年代には10日間というのが一般的であった⁽⁴⁷⁾。この期間は徐々に短縮される傾向を示し、1990年代には5～7日間、最も短いケースで、4日間という例が記録されている⁽⁴⁸⁾。COBもこうした実務を無視することはできず、1987年に、優先期間は少なくとも5取引日が確保されるべきという立場を明らかにした⁽⁴⁹⁾。

(2) 優先期間の利点と優先引受権との差異

このような優先期間の利点は明らかである。それは新株発行に内在する希釈化の危険を回避する機会を既存株主に与えながらも、通知または公告の手続きおよび引受期間の確保といった、優先引受権を維持した発行に付随する規制の適用を会社は免れることことができる。最大の利点は発行のスケジュールであり、優先期間を利用した場合に発行に要する期間は10日ほど、最短では1週間で済ませることすら可能である⁽⁵⁰⁾。さらに、発行に要する時間が短いことから市場リスクも相対的に小さくなることや、優先引受権とは相性の悪い、国際市場における発行も容易になるという点も、優先期間のメリットとして指摘されている⁽⁵¹⁾。

他方で、株主にとって優先期間は、法定の優先引受権の完全な代替物ではないということも指摘されている。そのもっとも重大な違いは譲渡の可能性である。優先期間中株式の引受けを申し込むことのできる地位は、株式と同じ条件で譲渡できると明文で定められている優先引受権とは扱いが異なり、

少なくとも会社の同意がなければ譲渡することができない。実際には、優先期間中に引受けを申し込むことのできる地位は譲渡できない旨が発行の条件を記した書類に表示されていることが一般的である⁽⁵²⁾。このように、引受けを望まない株主が権利を売却して経済的損失を埋め合わせるという可能性が、優先期間においては与えられていない⁽⁵³⁾。

第三款 2004年6月24日のオールドナンスによる優先期間の法制化

(1) 法規定が導入されたことの意義

2004年6月24日のオールドナンスによる改正により、商法典の中につきのような優先期間を取り扱う規定がもうけられた。

商法典

L. 225-135条

①～④〔省略：株主総会は取締役会および会計監査役の報告書に基づいて優先引受権を除去することができる旨を定める〕

⑤その資本証券が規制市場における流通を承認されている会社において、株主総会は自身が決定または許可する資本増加が株主のための引受けの優先期間を備えることを定めることができる。その期間の最短の長さはコンセイユ・デタの議を経たデクレにより定める。株主総会はこのような期間を定めることの適否を評価する権能および、必要なときは、この期間の長さを同一の規制のもとで決定する権能を取締役会または執行役員会に対して委譲することもできる。

⑥〔省略〕

R. 225-131条

L. 225-135条の定める引受けの優先期間の最短の長さは3取引日とする。

従来、優先期間は完全に会社（株主総会または株主総会から権限委譲を受

けた取締役会)が任意に設定するもので、法律上これに言及する規定は存在しなかった。2004年6月24日のオルドナンスによる改正は、優先期間についてはじめて規定をもうけ、以後L. 225-135条5項は、「その資本証券が規制市場における流通を承認されている会社において、株主総会は自らが決定しまたは許可した資本増加に株主のための引受けの優先期間を設定することを定めることができる」と明記している。株主総会は取締役会に対して新株発行の権限委譲を行うにあたり、取締役会に対してこの優先期間をもうけるか否かの判断を委ねることもできる(同項第2文)。優先期間の最短の長さを規定することを法律から委ねられたデクレは、3取引日を採用した(R. 225-131条)。優先期間の設定が適法であることについてはこれまでも異論はなかったが、このように法律の規定が導入されたことで正式にこのことが肯定された。

ただ、法文が規制市場上場会社についてのみ言及していることから、この改正以後、優先期間の方式を採用することができるのは規制市場上場会社(Euronextの場合会社)⁽⁵⁴⁾にかぎられるとの見解が唱えられた。そのように考える場合には、規制市場でない市場に上場している会社および非上場会社には、法定の優先引受権を維持した発行か、これを単純に除去して発行を行うかのいずれかの選択しか認められないこととなる。しかし、これに反対する論者は、オルドナンスの起草者が非上場会社について優先期間を設定することを禁止することを意図していたと考える理由はなく、上場会社についてのみ優先期間の設定の可能性を明文化したのは、優先期間の最短を定める規則に規制市場上場会社を服せしめ、AMFが監督を行う法的根拠を与える趣旨であるとして、規制市場上場会社以外の会社においても従来通り優先期間を設定することは違法ではないと説く⁽⁵⁵⁾。なお、AMFは、当時のAlternext(規制市場でない市場にあたる; 2017年6月19日にEuronext growthへ名称変更)⁽⁵⁶⁾に上場している会社の、優先期間付き公募に査証(visa)を与えたことがあり、実務上は後者の理解が通用していることがうかがえる。

(2) 法規定の内容

2004年6月24日のオールドナンスは、会社がもうけるべき優先期間の長さを最短でも3取引日と規定している(L. 225-135条5項、R. 225-131条)。3取引日という設定は、同じ2004年改正後の優先引受権の行使期間が最短でも5取引日とされたこと、さらに、かつてCOBが優先期間について5取引日を確保すべきとしていたことと比べても短いことが指摘される⁽⁵⁷⁾。かつてCOBが1987年にこの見解を明らかにした以降、インターネットの普及があり、このことはさらなる短縮を可能にしたものと考えられることができる。そうすると、引受けの申込みおよびその受領のやり取りは瞬時に行えるものとして、3取引日分の検討時間があれば投資家にとって十分だとフランスの立法者は考えていることになる⁽⁵⁸⁾。

この長さに関する規則以外に、法文は優先期間を設定することの決定が、株主総会または株主総会からその判断を委ねられた取締役会により行われることを規定している。

これ以外の事項については、法文が言及していないため会社の自治に委ねられるものと解されている。たとえば、予定されている公募の総額のうち一部のみを対象として優先期間を設定することが考えられる。優先期間が設定されなかった部分は直ちに公衆に対する募集の対象となることで、優先期間が過ぎるのを待たずに並行して手続きを進めることが可能となる⁽⁵⁹⁾。

なお、繰り返しになるが、優先期間は公募と組み合わせることが想定されていることから、公募に関する規制、とくに最低発行価額の規則がこの場合にも適用になる。具体的には、規制市場上場会社の行う、上場している株式と同種の株式の公募の場合には、発行価額は、その決定に先行する3「取引時間」(séances)⁽⁶⁰⁾における株価の出来高加重平均から最大で5%の割引を行った額を下回ることはできない(L. 225-136条1項1°)。これ以外の公募の場合には、参照することのできる市場価格が存在しないか(異なる種類の株式の公募、非上場会社の公募)、参照先として信頼性に疑問があることから⁽⁶¹⁾

(規制市場以外に上場している会社)、法律は市場価格を参照することはせず、取締役会および会計監査役のそれぞれの報告書を踏まえて、優先引受権の除去を決議する株主総会が発行価額またはその算定方法を定めるものとしている(L. 225-136条1項2°)。

第四款 検 討

優先期間を設定した公募という方式は広く利用され、大いに成功したものと評価されている。ただ、規制市場上場会社による公募のケース自体がそれほど多数であるわけでもないため、評価することは難しい。

ところで、そのように優先期間が設定されることの意味をどのように理解すべきであろうか。一面では、法定の優先引受権制度が、指令の枠内で最大限スケジュールを短縮されたにもかかわらず、上場会社にとってはなおも不便であるので、優先期間を設定した公募をもってこれを代替するようになったとも考えられる(フランスの論者はこの代替機能を指摘するのが通常である)。ただ、実際にはフランスの上場会社は株主の優先引受権を維持した発行を行う方が、公募や第三者割当を含むこの権利を除去した発行全体と比べても多く(前掲資料を参照)、そうすると、優先期間付き公募という方式が従来の優先引受権を維持した発行に取って代わったというには程遠いといわなければならない。法定の優先引受権を維持した発行の所要時間が短縮され、あえてこれを回避して優先期間によって代替する必要性が薄れたとも考えられる。

他方で、会社が優先期間のない単純な公募は避けて、あえて優先期間を設定する選択をしているという道筋も存在すると思われる。というのは、公募において会社が優先期間を設定することをCOBが推奨していたからである⁽⁶²⁾。COBがこのように優先期間の設定を促した背景には、やはり株主の利益は保護されるべきという判断がある。ここでは、優先引受権の趣旨が、その次善の策としての優先期間を会社が尊重するように、間接的な影響を及ぼしている。

結局、法定の優先引受権を維持した発行の方が用いられることが多いことからすれば、本節で検討した優先期間の意義は少なくとも今日ではそれほど大きくないように思われる。ただ、優先引受権の代替、あるいは次善の策としての優先期間の歴史は、株主の利益の希釈化を回避しようという優先引受権と共通の理念が、会社、株主、市場監視機関に共有されていることを示しているといえよう。

第四節 制 裁

商法典 L. 225-127条以下が規定する「資本増加」の款のうち、優先引受権に関する法文（L. 225-132条ないし L. 225-138-1条）の中では、現行法は L. 225-132条 2項（「株主は、自身の株式の額に比例して、資本増加を実現するために発行される金銭出資株式を引き受ける優先権を有する」）の違反についてのみ、「無効である」ことを明文で定めている（L. 225-149-3条 2項；提訴期間は、新株発行が実施されたつぎの株主総会の日から 3か月〔L. 235-9条 3項〕。なお、手続き的な瑕疵であれば、第一審の裁判所が本案について判断を下す日までに瑕疵を治癒することによって無効判決を回避することができる〔L. 235-3条〕）。したがって、優先引受権の適法な除去を経ないでなされた公募や第三者割当は無効である。⁽⁶³⁾

L. 225-132条 2項を除くそのほかの規定の違反については裁判所の裁量により無効とされる可能性があるにとどまる（L. 225-149-3条 3項）。

このほか、取締役会および会計監査役が株主総会に提出すべき各種の報告書は、商事裁判所所長により罰金強制のもと下される履行命令の対象となる。また、最後に、L. 225-150条は、新株発行の無効とは別に、L. 225-127条以下の規定に違反して発行された株式に付された議決権および配当を受ける権利が違反の補正がなされる時まで停止され、それにもかかわらずなされた議決権行使または配当の支払いは無効であると定めている。

小括—法律が優先引受権を確立し株主利益を擁護したことの意義

本章では、フランス株式会社法における新株発行規制において原則的態様とされている、株主の優先引受権を維持した発行と、それに次いで、優先引受権制度を代替する機能を有する優先期間付き公募について順に検討した。前者については、株主が権利を行使するために必要な手続きの確保のためのスケジュールの制約が問題となり、これを短縮する改正を重ねた結果、現行のフランス法はヨーロッパ連合指令の枠内で可能な最も短いスケジュールにすでに到達していることをみた。それでもなお、この態様の新株発行に要する期間が長すぎるという批判はあるが、実際には、フランスの上場会社は優先引受権を維持した発行の方を多く採用している。そこには会社が内発的に株主利益の希釈化を回避しようとするという要因のみならず、法律によって優先引受権を付与された株主と、この権利の公正さを支持する市場監視機関とが、取締役会をして株主の優先引受権を尊重する選択を行わせるよう促している面もあるものと思われる。直接に会社に望ましい選択を行わせるにせよ、利害関係者の意識に影響を及ぼすことで間接的に会社の行動にも変化をもたらすにせよ、法律という一種の権威が優先引受権制度を確立したことの意義は大きいというべきであり、「取締役会の権限濫用に対処するため」とうたった1935年8月8日のデクレ・ロワに付された前書きが喚起される。法定の優先引受権制度には、単純にこの権利が既存株主を希釈化かから保護するという直接的な作用のみならず、会社に優先引受権を尊重した選択を行うように誘導するという間接的な作用もまた、フランスにおいてはとくに現出したといえるのではないか。会社が公募を行うに際しても、優先期間を設定するよう会社が促されているとすれば、それもまた優先引受権のもつ間接的な作用といえるだろう。

そのようにして、今日に至るまで優先引受権を維持した発行が上場会社においても頻繁に行われているのであり(そのスケジュールを短縮したこれまでの改正が、優先引受権制度を実用に耐えるようにしたことはもちろんであ

る)、この権利が、既存株主の利益を希釈化から保護する機能を発揮していると評価することができる。

- (1) Directive (UE) 2017/1132 du Parlement Européens et du Conseil du 14 juin 2017, *JOUE L 169* du 30 juin 2017 p. 46.
- (2) 拙稿「フランス株式会社法における株主の総会決議による資本増加の決定」早稲田大学法研論集158号69頁、159号105頁(2016年)。
- (3) 拙稿「フランス株式会社法における株主の新株引受権の法定およびその理論的基礎」早稲田大学法研論集160号131頁、161号53頁、162号73頁(2016-2017年)。
- (4) 拙稿「フランス株式会社法における取締役会に対する新株発行権限の委譲」早稲田大学法研論集163号55頁、164号83頁、165号25頁(2017-2018年)。
- (5) Philippe MERLE, *Sociétés commerciales*, 21^e éd., Dalloz, 2017, n° 638 ; Renaud MORTIER, *Opérations sur capital social*, 2^e éd., LexisNexis, 2016, n° 319.
- (6) この権利の取扱いについては、拙稿(前注3)法研論集161号59頁を参照。
- (7) Hervé LE NABASQUE, Les augmentations de capital réalisées avec maintien du droit préférentiel de souscription des actionnaires, *Revue des sociétés*, 2004, p. 491, n° 19. 同文献は、1999年から2003年においても、優先引受権を維持した発行の大半で縮減可能な引受権をも付与していたことを伝える。
- (8) Paris, 19 mars 1982, *RTD com.* 1982, p. 258 ; MORTIER, *op. cit.* (note 5), n° 348 ; MERLE, *op. cit.* (note 5), n° 639 ; Michel GERMAIN et Véronique MAGNIER, *Les sociétés commerciales*, 22^e éd., LGDJ, 2017, n° 2520.
- (9) *Rapport annuel 1992* de la COB, p. 156 ; MORTIER, *op. cit.* (note 5), n° 345 ; MERLE, *op. cit.* (note 5), n° 639.
- (10) 拙稿(前注3)法研論集160号137頁以下を参照。
- (11) 拙稿(前注3)法研論集162号81頁および同頁注128の文献を参照。
- (12) 多数決の濫用は1950年代より構築された判例法理で、争われている決議が①会社の利益に反するものであり、かつ、②株主間の平等を破るものであること(少数派株主を犠牲にして多数派株主を利すること)を要件として、当該決議の無効を導く効果を有する(Michel GERMAIN, L'abus du droit de majorité, *Gazette du Palais*, 1977. 1, doct., p. 157 ; MERLE, *op. cit.* (note 5), n° 662 et suiv. ; GERMAIN et MAGNIER, *op. cit.* (note 8), n° 2130.

- (13) Cass. 3^e civ., 8 juillet 2015, n° 13-14348, *Droit des Sociétés*, n° 11, nov. 2015, comm. 189, note Renaud MORTIER.
- (14) Cass. com., 12 mai 1975, *Bull. civ.* 1975, IV, n° 129. Voy. aussi Cass. com., 22 mai 2001, n° 98-19086, *Bulletin Joly sociétés*, 2001, p. 1003, n° 230, note Hervé LE NABASQUE (結論としては発行価額の設定に根拠があると認定した); D. COHEN, La prime d'émission entre liberté et contrôle, *JCP E*, 2002, 35; Cass. com., 16 avr. 2013, n° 09-10583 et 09-13651, *Droit des Sociétés*, 2013, comm. 114, note Renaud MORTIER, rejetant le pourvoi formé contre CA Paris, 25 nov. 2008, n° 06-18340, *RJDA* 3/2009, n° 236 (発行価額が合理的に説明できない高額であったことに加え、夏季休暇中に突如株主総会が招集され発行が決定された事案で、フロードが認定された).
- (15) Jean HÉMARD, François TERRÉ et Pierre MABILAT, *Sociétés commerciales*, Dalloz, 1974, t. 2, p. 367, n° 426.
- (16) 1935年8月8日のデクレ・ロワはこのようなインターバルを義務付けていなかったが、実務上慣行となっていたものを1953年法律が取り入れたものであった (Gaston LAGARDE, *Loi du 25 février 1953 relative au régime juridique des sociétés et des valeurs mobilières*, ANSA, 1953, p. 24 ; H. LECOMPTE et P. BOSVIEUX, commentaire des dispositions de la loi du 25 février 1953 concernant le statut juridique des sociétés par acitons, *Journal des sociétés*, 1953, p. 324)。
- (17) Pierre-Yves CHABERT, Les augmentations de capital après l'ordonnance n° 2004-604 du 24 juin 2004 portant réforme des valeurs mobilières émises par les sociétés commerciales, *Bulletin Joly sociétés*, 2004, p. 1023, n° 47 et suiv.
- (18) 指令によれば、募集の公告または株主への通知の時から14日間に満たない期間を(新株を引き受ける)優先権が行使されるべき期間とすることはできない。引受期間の末日を参照する現行法の方式を採用しなかったとすれば、公告または通知の日から6日を挟んで5取引日の行使期間を確保した計12日間で引受期間の最終日を迎えることを許容することとなるが、それでは指令の要請に反することとなる。
- (19) R. 225-117-1条の文言は、取引日でなく「仕事日」(jour ouvré ; 一般には毎週月曜から金曜の5日を指す) という語を採用しているが、決済期間に対応するためには「取引日」の文言を採用すべきだったと批判されている (Pierre-Yves CHABERT et Rodolphe ELINEAU, Dispositions relatives aux opérations sur titres et aux droits de souscription, *Revue des sociétés*, 2015, p. 424, n° 3 et suiv.)。

- (20) MEDASYS 社によるプレスリリース (<http://www.medasys.fr/informations-financieres/communiqués-financiers/2017/>〔最終アクセス2018年7月30日〕)を参照。
- (21) この点、日本法が株主による不公正発行の差止めの機会を確保することを目的としているのとは異なる。
- (22) 指令は官報公告の方を原則としているから、ここでの個別通知の採用はフランスの立法者の選択の表れである(ただし、沿革的には記名式株式の株主に対する優先引受権の存在に関する個別通知は1935年8月8日のデクレ・ロワにおいてすでに採用されていた〔3条; 会社の本店所在地における法定公告紙での公示に加え、発行が資金公募に当たる場合には先の公示を転写した趣意書をBALOに掲載し、資金公募に当たらない場合には個別通知が課せられた〕)。通常、株主が官報の記載に注意を払うとは考えられず、情報提供の実効性の観点からは個別通知の方が望ましいのはたしかである。
- (23) 有価証券届出書の提出が通知または公告に代わることを定めている日本の会社法201条5項に相当する規定である。ただし、通知または公告の目的(優先引受権の存在と行使の方法を伝達すること)が日本法とは異なることはすでに述べたとおりである。
- (24) 目論見書の公示は、査証を得た後できるかぎり早く、遅くとも予定された発行に着手するまでになされなければならない、とくに①全国紙または広域紙での公告、②発行者の本店での、または、発行予定の金融証券が流通する市場の管理会社および当該証券の募集を行う仲介者のもとの紙媒体による無償の提供、③発行者または当該証券の募集を行う仲介者のウェブサイト上での提供、または、④証券の流通の承認の請求先となっている規制市場のウェブサイト上での提供のうちいずれか一つの方法による公示を行うことが義務づけられる。
- さらに、これらのうち①または②の方法を採用した発行者は、③の方法による提供をも義務づけられる。①の方法を採用しない場合においても、目論見書のレジュメを全国紙または広域紙において公告することを要する。また、ウェブ上で目論見書を提供する場合(③または④の方法)において、請求があった場合には目論見書の複写を無償で送付しなければならない。最後に、いずれの場合でもAMFに対して電子版の目論見書が送付され、AMFのウェブサイト上に掲載されることとなる(AMF一般規則212-26条以下)。
- (25) 仮にこれが許容されるのならば、BALOへの趣意書の掲載の申請に要する時間

を省くことができるようになる (CHEBERT, *op. cit.* (note 17), n° 50; LE NABASQUE, *op. cit.* (note 7), n° 45)。BALOは毎週月曜日、水曜日および金曜日に刊行され、そのそれぞれへの掲載のためには、掲載を希望する号の刊行直前の水曜日、金曜日または火曜日の午前11時までに申込みをなすことを要する (<http://www.journal-officiel.gouv.fr/d-lais-de-publication-au-balo.html>〔最終アクセス2018年7月30日〕)。

- (26) ただし、すべての優先引受権につき行使か、または株主による優先引受権の個人的放棄 (L. 225-132条4項 [「株主は自身の優先権を個人的に放棄することができる」]、その方式について R. 225-122条) がなされた場合には、もはや引受期間の経過を待つ意味は失われるため、引受期間は前倒しで終了する (L. 225-141条2項)。
- (27) CHABERT et ELINEAU, *op. cit.* (note 19), n° 5; MORTIER, *op. cit.* (note 5), n° 347。
- (28) Jean ESCARRA, *Cours de droit commercial*, nouvelle édition, Librairie du recueil Sirey, 1952, n° 870, p. 549; HÉMARD, TERRÉ et MABILAT, *op. cit.* (note 15), n° 426, p. 368。
- (29) 1960年代における新株発行の実務を示す文献として、Roger GOURBEIX, *La pratique des augmentations de capital en numéraire*, Dalloz, 1963がある。
- (30) Marcel HAMIAUT, *La Réforme des sociétés commerciales, loi n° 66-537 du 24 juillet 1966*, t. 2, Dalloz, 1966, p. 163 et suiv.
- (31) 現に、フランス企業が行う新株発行は1969年をピークとして、その後は金額基準においても、企業の資金調達全体に占める比率においても縮小を続けた (Alain COURET, *Le droit préférentiel de souscription de l'actionnaire*, thèse Toulouse, 1978, n° 104 et suiv.)。その原因として発行のための費用や税制など様々な経済的事情も指摘されたが (COURET, *Ibid.*, n° 119 et suiv.)、そうした要因の一つとして優先引受権制度もまた、会社の資金調達の障害となり会社の拡大を阻むものとして批判の対象となりはじめた (Jean LEBLOND, *Sur une tentative de suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires aux augmentations de capital en numéraire*, *Gazette du Palais*, 1971. 2, doct. p. 491; HÉMARD, TERRÉ et MABILAT, *op. cit.* (note 15), t. 2, n° 439)。

もっとも、株主の優先引受権制度自体を廃止してしまうという考え方が趨勢となることはなく、上掲のLEBLONDの記事に呼応して掲載された記事においても、優先引受権制度の柔軟化が必要であることを主張しながらも、株主を保護することの権利が維持されなければならないとの原則が打ち出されていた (H. SAUTY DE

CHALON, À propos du droit préférentiel de souscription des actionnaires aux augmentations de capital, *Gazette du Palais*, 1972. 1, doctr. p. 121 et Rapport du Groupe de prospective juridique appliquée Sous-groupe Capital Social, *Gazette du Palais*, 1972. 1, doctr. p. 122)。実際にも、優先引受権制度の批判的分析が生じ始めた1970年4月9日にはすでに株主の優先引受権を盛り込んだヨーロッパ共同体第二指令の草案が公表されており、権利の制度自体を廃止するという選択肢は政治的に封じられるに至っていた。1970年代初頭の議論の概観について、Emmanuel DU PONTAVICE, Difficultés comptables et financières du droit des sociétés et de quelques propositions de réforme, *Journal des notaires et des avocats et journal du notariat*, 1972, p. 857, n° 32 et suiv. ; COURET, *Ibid.*, n° 131 et suiv. も参照。

(32) Rapport fait au nom de la commission des Lois constitutionnelles, de Législation, du Suffrage universel, du Règlement et d'Administration générale, par Étienne DAILLY, *Documents parlementaires, Sénat*, 1985-1986, n° 60, t. 1, p. 71. 上述のように、1966年7月24日の法律が1935年以来15日間だった引受期間の下限を30日間にしたのは、それが株式の分散した会社では短すぎると立法者が考えたことによるのだった。これに対して1985年法律の立法準備作業の時点では状況は変化し、1984年11月に株式の券面廃止（*dématérialisation*；電子化）が実施されたことによって、株主は自身の口座管理人を通じた指示によって優先引受権を行使することができるようになった。このことが、国民議会が1985年法律において引受期間の15日間への短縮を提案した理由になったのであるが（テクノロジーの進歩が新株発行の所要時間短縮に貢献した最初の例ということができるだろう）、本文で述べたようにセナは15日間では短すぎると判断した。

(33) Gilles ENDRÉO, Le droit prioritaire de souscription aux titres de capital, *Revue de droit bancaire*, 1987, p. 117, n° 15 ; *Bulletin mensuel de la COB*, n° 239, sept. 1990, p. 5.

(34) Pierre-Yves CHABERT, L'encadrement excessif des opérations d'augmentation de capital, in *Quel avenir pour le capital social?* sous la direction de Alain COURET et Hervé LE NABASQUE, Dalloz, 2004, p. 57.

(35) Alain COURET et Jean-Lois MEDUS, Les dispositions de la loi du 8 août 1994 portant DDOEF intéressant le droit des sociétés, *Bulletin Joly*, 1994, p. 909, note 40.

- (36) Rapport fait au nom de la commission des finances, par Gérard TRÉMÈGE, *Documents parlementaires, Assemblée nationale*, 1994, n° 1349, p. 159 ; Bernard SAINTOURENS, Les réformes du droit des sociétés par la loi du 8 août 1994 portant diverses dispositions d'ordre économique et financier, *Revue des sociétés*, 1995, p. 634 ; CHABERT, *op. cit.* (note 17), n° 44, p. 1044.
- (37) Rapport TRÉMÈGE, *op. cit.* (note 36), p. 159. もっとも、この1994年の改正後においても、優先引受権の市場価格が安定するなるなど、従来の問題点が解消されたわけではなかった (CHABERT, *op. cit.* (note 34), p. 56)。
- (38) 優先期間の実務をみても、1990年代にはその通常の長さは5～7日間へと、1980年代の10日間よりさらに短くなっていた (CHABERT, *op. cit.* (note 17), n° 54 ; LE NABASQUE, *op. cit.* (note 7), n° 47)。ここでも立法者の認識と実務との間で乖離がみられる。
- (39) ENDEO, *op. cit.* (note 33), n° 6.
- (40) LE NABASQUE, *op. cit.* (note 7), n° 44, p. 506. ここでは、もともと優先引受権制度が厳格すぎたために発展を促進された優先期間の実務が (COURET et MEDUS, *op. cit.* (note 35), p. 909, note 38)、やがて反対に優先引受権制度の柔軟化の圧力になるという現象がみられる。
- (41) CHABERT, *op. cit.* (note 17), n°s 41 et 49 ; LE NABASQUE, *op. cit.* (note 7), n° 45.
- (42) ただ、実際には優先期間を設定した公募よりも、優先引受権を維持した発行の方が件数でも発行総額でもはるかに上回っており、論者の主張がどれほど妥当しているのかはさらに検討を要する。
- (43) Alain COURRET et Hervé LE NABASQUE, *Valeurs mobilières, Augmentations de capital*, Éditions Francis Lefebvre, 2004, p. 122 note 1 の採用する整理にしたがった。
- (44) Michel VASSEUR, De la priorité reconnue aux actionnaires ayant renoncé à leur droit préférentiel de souscription en cas d'émission d'obligations convertibles, *JCP G*, 1974, I. 2665, n° 1 ; ENDRÉO, *op. cit.* (note 33), n°s 2 et 3.
- (45) ENDRÉO, *op. cit.* (note 33), nos 1, 3 et 4 ; LE NABASQUE, *op. cit.* (note 7), n° 46. 後に第二章で述べるように1983年の改正で、公募のために新株の割当先を示すことなく優先引受権を除去することが可能となったことで株式の公募への優先期間の応用が可能となった。
- (46) VASSEUR, *op. cit.* (note 44), n° 6 et suiv. ; ENDRÉO, *op. cit.* (note 33), n° 6 ;

- MORTIER, *op. cit.* (note 5), n° 373.
- (47) ENDRÉO, *op. cit.* (note 33), n° 15 ; *Bulletin mensuel de la COB*, n° 239, sept. 1990, p. 5.
- (48) LE NABASQUE, *op. cit.* (note 7), n° 47.
- (49) *Bulletin mensuel de la COB*, n° 202, avril 1987, annexe, p. 7. さらに優先期間の態様について、*Bulletin mensuel de la COB*, n° 239, sept. 1990, p. 5 も参照。
- (50) CHABERT, *op. cit.* (note 17), p. 1050, note 79 ; COURET et LE NABASQUE, *op. cit.* (note 43), n° 246-1 ; LE NABASQUE, *op. cit.* (note 7), n° 48, p. 508.
- (51) CHABERT, *op. cit.* (note 34), p. 65 ; COURET et LE NABASQUE, *op. cit.* (note 43), n° 246-1 ; LE NABASQUE, *op. cit.* (note 7), n° 48.
- (52) たとえば、Prospectus, visa n° 17-200 du 16 mai 2017, 5.1.3.1, p. 35を参照。
- (53) *Bulletin mensuel de la COB*, n° 202, avr. 1987, annexe, p. 7 ; CHABERT, *op. cit.* (note 34), p. 64 ; COURET et LE NABASQUE, *op. cit.* (note 43), n° 246-2 ; LE NABASQUE, *op. cit.* (note 7), n° 48.
- (54) COURET et LE NABASQUE, *op. cit.* (note 43), n° 248 ; Pierre-Arnaud CONCHON, Les augmentations de capital « fermées » dans les sociétés cotées, *Bulletin Joly Bourse*, juin 2013, p. 312, note 13.
- (55) Jean-Jacques DAIGRE, Les émissions sans droit préférentiel de souscription, *Revue des sociétés*, 2004, p. 479, n° 8 ; MORTIER, *op. cit.* (note 5), n° 373, p. 245.
- (56) Voy. prospectus, visa n° 09-216 du 7 juill. 2009.
- (57) DAIGRE, *op. cit.* (note 55), n° 11 ; MORTIER, *op. cit.* (note 5), n° 373, p. 246.
- (58) 法定の優先引受権についての行使期間は5取引日であるが、株主への通知または公告をなすべき期日に関する指令との抵触のため、これよりも短縮することには何の利点もないということは上述した。そこで、通知または公告の規制の適用がない優先期間の方式だからこそ、その長さの下限が3取引日に設定されたということに意義が見出される。
- (59) DAIGRE, *op. cit.* (note 55), n° 11 ; MORTIER, *op. cit.* (note 5), n° 374.
- (60) 取引時間を単位とするときは、発行価額決定時においてその日の取引時間がすでに終わっていた場合（午後5時30分以降）には終了したその日の取引時間の株価が参照されるという点で、取引「日」を単位にする場合と異なる。
- (61) MORTIER, *op. cit.* (note 5), n° 377.
- (62) *Rapport annuel 1990 de la COB*, p. 51.

- (63) Cass. com. 25 sept. 2012, *Bulletin Joly sociétés*, 2012, p. 847, 472, note Renaud MORTIER ; *Revue des sociétés*, 2013, p. 158, note Hervé LE NABASQUE（株主総会の議事日程には「従業員のためにする資本増加」とだけあり、優先引受権の除去自体は記載されていなかったのに除去の決議がなされた事案。第二章第二節第一款でも再度取り上げる）。

