

# 早稲田大学博士論文概要書

フランス株式会社法における新株発行規制と株主の権利の確保

小倉健裕

## 概要書

1. 研究の目的
2. 本論文の構成
3. 結論

### 1. 研究の目的

本論文ではフランス法を比較法の対象に、その新株発行規制の研究を行う。

株式会社は資金調達のため新株の発行を行うことがあるが、それは既存株主の権利を害しうる性質のものである。すなわち、既存株主がその持株比率に応じて発行される新株を引き受ける場合（株主割当ての場合）を除き、株式の時価より低い発行価額で新株を引き受けた者が利得する分既存株主は経済的な損失を被り（経済的利益の問題）、また引受人が持株比率を上昇させるのに応じて既存株主の従前の持株比率は低下するのである（支配的利益の問題）。このことから、新株の発行は法規制の対象となっている。

新株の発行により影響を受けるのが株主であるなら、新株の発行は株主（の総会）によって決定されてしかるべきである。実際、昭和 25 年（1950 年）以前においては日本法もそのような考え方をとっていた。しかしながら、同年の商法改正以来、会社の資金調達の機動性あるいは便宜というものを重視して取締役会が新株の発行を決定することを原則としている（授權資本制度）。そのうえ、株主の権利を希薄化から保護する機能を有する新株引受権を法定する議論も、その後昭和 41 年の改正までに途絶えることになった。昭和 41 年以降の法制のもと、株主の権利の確保は、経済的利益に着目した有利発行規制（発行価額が特に有利なものであるときは株主総会の特別決議を要する）と、法令定款違反または著しく不公正な発行の差止めとによることとなった。しかし、とくに不公正発行の差止めは機能しないことが多く、希薄化率が一定以上の発行について株主総会または経営者から一定程度独立した者による意見をもとめる東証の有価証券上場規程の変更や、平成 26 年会社法改正による 206 条の 2 の新設といったさらなる規律の導入を必要とした。そのように日本法は原則において会社の資金調達の便宜を優先したところ、株主の権利の確保という面で今日まで（少なくとも公開会社法において）課題を抱えたままである。

それでは、株主の権利の確保を優先させる法制を採用する場合にはどのようなようになるのだろうか。本論文は、日本法とは対照的な法制を採用する例としてフランス法を比較法の対象として、その新株発行規制を研究するものである。

フランス法において採用され、その新株発行規制を特徴づけるのはつぎのような原則である。

第一に、商法典 L. 225-129 条 1 項は「株主特別総会だけが、取締役会または執行役会の報告書に基づき〔中略〕資本増加を決定する権限を有する」と定め、新株発行（資本増加に含まれる）の決定権限が株主総会にあることを明らかにしている点である。

第二に、L. 225-132 条 2 項は「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」（この権利をフランス法は優先引受権〔*droit préférentiel de souscription*〕と呼ぶ）ものとしている点である。この権

利の除去は、新株発行の決議とは区別される株主特別総会の決議に委ねられる（この決議はとくに L. 225-135 条以下の定める規則に服し、新株の割当の方法および発行価額の決定に関する株主総会の判断の機会が確保される）。

会社の既存株主にとって、これらの原則が採用されていることの意義は明確である。フラ新株の発行によって影響を受けるのは株主であるから、株主総会に対してこれを決定する権限が与えられるのは正当であり、自然な法理である。株主特別総会だけが資本増加を決定する権限を有するというフランス法が採用する上記の第一の規定は、まさにこの理に則っており、公正である。

持株比率に応じた新株に対する優先引受権を既存株主に付与する上記第二の規定は、既存株主の 2 種類の利益(A)(B)のいずれにも対応するものである。なぜならこの仕組みは新株の割当ての方式として株主割当てを原則とするもので、各株主が自らの優先引受権を行使するかぎり、新株発行の前後で会社に占める自らの持株比率を維持し、したがって支配的利益と経済的利益のいずれをも変化させずにおくことを可能にするものだからである。また、この権利を除去する権限も株主総会に付与することによって、優先引受権による保護が失われる場合に顕在化する割当先と発行価額の如何について株主総会が判断を下す契機が生じる。

フランス法におけるこれらの原則はいかなる経緯から形成されたものであるのか、今日においてもこうした原則が堅持されている基礎にある精神は何であるのか、株主の権利を優先するこれらの原則は会社の資金調達を過度に妨げるものとなっていないか。これらの問いへの回答は、日本法の解釈論、さらに立法論にとっても有益な知見を与えるものと考えられる。

## 2. 本論文の構造

本論文は、以下のようにそれぞれ二つの章からなる二つの部から構成される。

### 第一部 原則の成立

#### 第一章 新株発行の決定権限の株主特別総会への専属

#### 第二章 株主の新株に対する優先引受権の法定およびその理論的基礎

### 第二部 原則の展開

#### 第一章 取締役会に対する新株発行の権限委譲

#### 第二章 株主の優先引受権を中心とした新株発行規制の展開およびその分析

各部および各章の概要は以下のとおりである。

### 第一部 原則の確立

第一部では、二つの章を通じて、新株発行が常に株主総会の決議に基づいて行われるという原則（第一章）、既存株主には持株比率に応じて新株を引き受ける優先引受権を有するという原則（第二章）の成立過程を明らかにするとともに、その理論的な基礎を検証する。第

二部とのつながりでは、第一部の第一章は第二部の第一章へ、第一部の第二章は第二部の第二章へと続く関係となっている。

### 第一部第一章 新株発行の決定権限の株主特別総会への専属

会社の資本の額は、定款に記載される。1807年商法典の理解では、定款は会社契約の契約書であり、その内容の変更は当事者全員の同意を必要とするものであった。すなわち、定款の資本の額の定めの変更をとまなう新株の発行は株主全員の同意を要することが原則であった（定款の変更を多数決に委ねる定款条項があれば、それが契約の内容として株主全員を拘束する）。株主にとっては、定款に記載されている資本の額のうちどれだけの比率を自身が占めているかということが、会社に対して有する権利を決めるものであった。

全員の同意を求める原則は、1867年7月24日の法律の制定後も多数説および裁判例により支持されていたが、それが株式会社では無理のある原則であることの批判は徐々に強まり、1892年5月30日の破毀院の判例によって、1867年7月24日の法律31条（「定款の変更〔中略〕について決議する株主総会は、会社資本の少なくとも半分を代表する数の株主から構成されたものでないかぎり適法に形成されたものでなく、有効に議決することはない」）の定める決議要件を満たすかぎり、定款に特別な条項がなくとも株主総会は定款変更を決議できることが判示された。この時点で株主総会の定款変更権限は、会社の「本質的条項」の変更には及ばないという限定が破毀院によって付されていたが、当時の判例および多数説は、資本の額の定めは本質的条項にはあたらないものと解していた。

法律上も、まず優先株式に関する1902年12月10日の法律および1903年11月16日の法律により改正された商法典34条が「明白かつ直接の禁止」がないかぎり、株主特別総会には優先株式を発行する権限があると規定し、た。優先株式すら発行できるのだから、普通株式の発行による資本増加は当然株主特別総会の権限であると理解されることになったのである。続いて1913年11月22日の法律はついに1867年7月24日の法律31条を改正し、以後、株主特別総会における多数決をもって定款を変更することができるということが、フランス法の原則として確立することとなった。なお、1966年7月24日の法律以降は、株主特別総会による新株発行の決定は取締役会の報告書に基づいて行われるものとし、取締役会に説明義務を課している。株主総会の判断が適切に行われるようにすることを目的とする。

### 第一部第二章 株主の新株に対する優先引受権の法定およびその理論的基礎

19世紀における新株発行は、株主割当の方法がとられることが通常であった。それは、新株の割当ての方式に過ぎなかったかもしれないが、20世紀を迎えたころには、新株を引き受ける「権利」として把握されることが通常となる。

第一次世界大戦を迎えると、インフレを背景に企業は資金調達のために駆られることとなる。その結果、株式会社による新株発行の件数および金額は大幅に上昇した。この時、発行価額は額面とし、かつ、既存株主に新株を引き受ける権利を与えることが一般化した。この手法をとることの利点は、市場で売却することのできる新株引受権は、株主にとっては配当と同じ経済的意義を有していたことにある。こうして、会社は貴重な現金を流出させることなく配当を要求する株主にもこたえることができ、それどころか新たな出資までも獲得

するということのできたのである。それと同時に、新株の発行と、その際に株主に付与される新株引受権の意義に注目が集まり、それが会社法上の重要な論点であるという理解が広まった。

ところが、当時の法律は、株主特別総会が新株の発行を決定できるという 1867 年 7 月 24 日の法律 31 条の他には、何も規定を置いていなかった。その結果、株主の利益を犠牲にする濫用的な新株発行がしばしば生じた。そのような濫用が可能であったのは、第一に、新株発行が株主特別総会の決議に基づくとしても、取締役会に対する無期限かつ無制限の権限委譲が許容されていたことよって株主総会によるコントロールは失われてしまったからである。第二に、会社が任意に付与していた新株引受権は、その有無もやはり新株発行を決定する機関の判断次第であって常に存在するものではなく、そのうえ、権利の通知や、権利行使のための十分な長さの期間の確保がなされない可能性があったからである。しかしながら、法律による規制がない状況では、いくつかの極端な事案について、取締役会による権限濫用または支配株主による多数決の濫用という一般法理に基づく救済を求めるほかはなかった。

そこでフランス法は、1935 年 8 月 8 日のデクレ・ロワにより、新株に対する持株比率に応じた優先引受権を株主に固有の権利として強行法規の形で法定し、株主に権利行使を可能ならしめるための通知・公告および引受期間の用意（最短でも 15 日間）の手続きを定めるとともに、この権利の除去のための手続きにも特別の規制を置いた。すなわち、優先引受権の除去は取締役会および会計監査役がそれぞれ提出する報告書に基づく株主特別総会決議によるものとされ、かつ、新株の割当先となる人物の名および発行価額が総会決議の対象とされた。また、引き受けられずに残った失権株を取締役が自派の者に割り当てて利得するという濫用に対応して、失権株についても既存株主が優先的に申込むことのできる権利（縮減可能な引受権）をも導入した。

## 第二部 原則の展開

「原則の展開」と題した第二部は、第一部でその成立をみた 2 つの原則の現行法における姿を、これまでの法改正とともに検証するものである。それは現行のフランス株式会社法における新株発行規制の中で、株主の権利がどのように確保されるのかを分析することにもなる。

### 第二部第一章 取締役会に対する新株発行の権限委譲

株主総会には新株発行を決定する権限はあっても、それを実施に移すのは取締役らを頼らざるを得ない。そこで、少なくとも新株発行を実施することの（通常は細目の決定も含まれるのだが）権限委譲は、規制の有無にかかわらず常に行われてきた。しかし、権限委譲が無制限に許容されれば、株主総会が決定権をもつという原則は容易に形骸化する。

そこでフランス法がとった対応は期間制限の導入であった。1943 年 3 月 4 日の法律は、取締役会に対する新株発行に関する権限委譲を規制するため、新株の発行はその根拠となる株主総会決議の日から 5 年以内に完了することを要するものとした。それだけの時間が経過すれば、決議時における資金調達理由は失われたか、少なくとも薄れたものとして、再度株主特別総会の意思を確認させる趣旨である。

そうした、5年の期間制限を課された、資本増加を「実施する」権限委譲は今日まで維持されているが、現行法においてはこのほかに、資本増加を「決定する」権限委譲という方式を許している。それは、株主特別総会は資本増加の上限額さえ定めれば、実際に発行する証券の種類（株式、転換社債など）の選択等も一括して取締役会に決定を任せることができるという、従来に比べ広範な権限委譲として導入されたものであるが、取締役会に委ねられる裁量の大きさと引き換えに、有効期間は最長でも26か月と制限され、2年ごとに株主総会の判断の機会が確保されるようになっている。なお、優先引受権の除去は、新株発行と権限委譲の決議とは別個の決議の対象である。

## 第二部第二章 株主の優先引受権を中心とした新株発行規制の展開およびその分析

優先引受権は株主の権利を希薄化から保護する機能を有するもっとも公正な手段として支持されるが、その権利の行使のための手続きは新株発行の所要時間を長引かせる要因として、1966年7月24日の法律の後は、段階的な緩和の対象となった。1966年7月24日の法律制定時には短くとも30日間の用意が要求されていた引受権の行使のための引受期間は、現行法では5取引日で足りるものとなった。また、権利の存在を株主に報せる通知または公告の期限は、かつて引受期間の初日の7日前までとされていたものが、現行法では引受期間の末日の14日前までとなって、ヨーロッパ連合指令が要請しているもっとも短いスケジュールにまで到達している（発行の決定日から発行完了までの全体での所要時間は、通常4週間程度）。

そのような柔軟化の成果であろうか、今日でもフランスの上場会社は、優先引受権を維持した発行を選択することの方が多。これは、発行の所要時間の面ではこの権利を除去した発行の方が有利である（1週間で足りる）ことを考慮すると意外である。そうした所要時間における有利さを補うほどに、取締役会が株主の権利を尊重しているか、少なくとも無視するわけにはいかないのだと分析できる。そのほか、株主による優先引受権の行使比率がきわめて高いため（発行予定株式数の99%が優先引受権の行使により引き受けられる）、会社の資金調達の効率の面でも、優先引受権を維持した発行の重要性が高まっていることも指摘できる。実際、調達額の面でも優先引受権を維持した発行の方が優勢である。

そのように、株主の権利を確保しようとする法制度の存在を前提に、その趣旨を達成するような行動様式が生まれている。その相互作用によって、フランス法の下では株主の権利の確保が現実のものとなっている。

## 3. 結論

### （1）株主の権利を確保する原則の堅持

第一部の二つの章でその成立過程を検証した2つの原則、すなわち、新株発行が常に株主総会の決議に基づいて行われるという原則、および、既存株主には持株比率に応じて新株を引き受ける優先引受権を有するという原則は、第二部を通じてみたテクニカルな部分での修正はあるが、その核心においては現行法に至るまで変わらず維持されている。1976年にはヨーロッパ共同体の指令もまたこれらの原則を採用したこともあって、それはますます

す盤石となった。

## (2) 会社の資金調達の便宜の追求とその成果

そのように、株主の権利を確保する機能をもつ原則が堅持される一方で、1966年7月24日の法律より後の法改正は、一貫して会社の資金調達の便宜というものを追及してきた。それは、新株発行の決定との関係では取締役会に対する一層広範な権限委譲を許容するという形で、優先引受権との関係ではその行使のための手続きを短縮し、またはこの権利を除去する方式を柔軟化するという形をとった。今日、フランスの上場会社が行う新株発行は、定時株主総会の場において決議された権限委譲を用いて、取締役会が適時にその実施を決定するということが一般化している。ここでは株主総会の新株発行の決定権限は、そうした権限委譲に有効期間の制限があり（権限委譲の方式に応じて最長5年または26か月）、定期的に株主総会に判断の機会が巡ってくるという形で保障される。

また現行法のもと、優先引受権を維持した原則通りの発行の所要時間は、発行決定の日から、通常の場合で4週間程度である。優先引受権を除去した発行では、株主がこれを行わせるための手続きが不要となることから、決定日から1週間で発行が完了する。ただし、定時株主総会における権限委譲を利用できない発行の場合、つまり名指しされた特定の人物に対する第三者割当は、臨時株主総会の招集のために最短でも35日（規制市場上場会社による株主総会の開催通知の公告の期限）を追加で必要とする。この最後の場合を除けば、フランス法は株主の権利を確保する2原則を採用しながら、会社の資金調達の便宜を一定の水準で達成している。

## (3) 優先引受権の重要性

株主総会に新株発行の決定権限が専属しているならば、重ねて優先引受権を法定する意義はないようにも思われる。実際には、規制のない状況で新株発行を単に多数決に委ねると、多数派株主または取締役会による濫用（後者は権限委譲の規制によってさらに手当てされる）によって少数派株主が害される結果を回避できなかったことから、優先引受権を法定する選択がなされたのだ。株主の経済的利益および支配的利益から優先引受権は論理的に導かれるものではないが、優先引受権は株主の権利を希薄化から保護する機能を有しており、そのことの公正さというものが、フランスにおいてこの権利が指示されている理由となっている。

公正であるところのこの優先引受権は、既存株主によって支持されていることはもちろん、証券市場を監督する公的機関（証券取引委員会 COB、現在は金融市場機関 AMF）によっても明示的に擁護されている。

会社にとっても、優先引受権を維持した発行が果たす役割は大きい。上場会社の取締役会は上述のとおり、優先引受権を維持した発行からこれを除去した発行まで各種の権限委譲を預かっており、その中から適切なものを選択して発行を実施できるのであるが、優先引受権を維持した発行は、この権利を除去した発行（公募、私募、第三者割当の合計）に比べ、件数において上回り、調達金額においてはさらにその差は大きく広がる。優先引受権を維持した発行では、発行予定株式数の約99%は、既存株主または優先引受権の譲受人によって引き受けられ、残部も、追加の引受けを申し込んだ者によって引き受けられる。優先引受権

が制度として存在することにより、株主はこの権利に習熟し、新株発行の場面で確実にこの権利を行使することで、優先引受権を維持した発行は会社にとってもますます意義を高める。

#### (4) 日本法とフランス法はいかなる点において異なるのか

日本法は資金調達の便宜の方を優先し、フランス法は株主の権利の確保を優先しているということ是可以する。しかし、後者においても、会社（とくに上場会社）の資金調達を容易ならしめるという要請にこたえようとしている。

新株発行の実施の決定の場面では、フランス法においても、定時総会における権限委譲の決議を前提に取締役会が判断を下している。取締役会の決定によっているという点ではフランス法も日本法と違いはない。しかし、法律の規定上、権限委譲に有効期間の制限があり、株主総会の決議（フランス法はこの決議が取締役会の報告書〔さらに、有限引受権を除去する決議には加えて会計監査役の報告書〕に基づいて行われるものとする）の機会が定期的に確保されるようになっているのは、期限に制約のない日本法の発行可能株式総数の定めとは異なる。

また、有効に授けられた権限委譲の中から取締役は任意のものを使用して発行を実施できるのに、優先引受権を維持した発行が選ばれることが多いのも、フランス法の特徴である。この権利が株主はもちろん市場監視機関によっても支持されている状況では、できるかぎりこの方式の発行を採用するように取締役らも促されるのであろう。また、株主が実際にもこの権利を行使して、発行予定株式数のほとんどすべてを消化してくれるという結果がともなうならば、優先引受権を維持した発行はフランスの株式会社にとって、資金調達のためのもっとも有力な選択肢であるといえる。この点は、株主割当が行われることが皆無である日本の上場会社とは状況が異なる。もっとも、近時はライツオファリングが行われるケースがしばしばみられるが、未だ発展途上の状況である。これは制度の差異から派生した文化の差異といえよう。

そのように、株主の権利を確保することを旨とした新株発行規制の構造、そしてその構造を前提に育まれた会社、株主等の行動様式が、株主の権利の確保を現実のものとしている。その点が、フランス法の特徴である。

これに対して日本法は、取締役会による新株発行の決定を昭和 25 年の商法改正以来の原則としつつ、有利発行規制、不公正発行の差止め、全株譲渡制限会社における既存株主の新株引受権の法定（平成 2 年改正）、平成 17 年会社法が非公開会社において株主総会の決議事項としたこと、および、支配株主が現れる結果となる発行についての会社法 206 条の 2 の導入（平成 26 年改正）のように、各種の文脈において、取締役会だけで新株発行を決定できない場面を付け加えてきた。しかし、そうした場面が遺漏なく網羅されているかは今後も議論を続ける必要があるであろう。それは、株主の権利の確保を出発点とすることをせず、授權資本制度を採用することにした日本法が避けることのできない義務である。具体的に問題となるのは、不公正発行の差止めの基準であり、支配権維持目的が認定される場合には、会社側に資金調達目的の方が優越していることを証明しないかぎり差止めを認容するような運用の確立が選択肢としてありうる。立法論としては、206 条の 2 を足掛かりに、たとえば議決権の 10%を有する株主の異議を条件にするならば、支配株主が出現しない発行でも



株主総会の承認を要するものとするとか、反対に、支配株主が出現するような発行ならば株主からの異議を待つまでもなく当然に株主総会による承認の対象とすべきであるという議論が望まれる。