

早稲田大学審査学位論文（博士）

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

目次

はじめに

- (1) 本論文の対象と目的
- (2) フランス法の採用する2つの原則およびそれらと既存株主の利益との関係
- (3) 日本法における授権資本制度との比較
- (4) フランス株式会社法を研究する意義
- (5) 本論文の構成

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

本章のはじめに

- (1) 本章の対象
- (2) 株主の「特別総会」とは何か
- (3) 本章の構成

第一節 1807年商法典のもとにおける展開

第一款 1807年商法典における株式会社の扱い

第二款 実務における展開

第三款 学説の態度

第二節 1867年7月24日の法律のもとにおける展開

第一款 1867年7月24日の法律31条の意義：商法典のもとでの成果は引き継がれたか

- (1) 立法者による1867年7月24日の法律31条の理解
- (2) 立法者の見解に対する学説の反発

第二款 株主特別総会の権限を明らかにしようとする各所の動向—1892年5月30日の破毀院判決以前

- (1) 立法者の動向
- (2) 民間における動向
- (3) 裁判例の動向

第三款 1892年5月30日の破毀院判決による飛躍

- (1) 判例の立場の明確化
- (2) 学説における多数説の交替と残された問題

第四款 立法者による法改正の取組み

- (1) 1893年の法律案における1867年7月24日の法律31条の改正案
- (2) 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日の法律による

間接的な解決

- (3) 1913年11月22日の法律による1867年7月24日の法律31条の改正

本章のまとめ

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

本章のはじめに

- (1) 本章の対象
- (2) 本章の構成

第一節 フランスにおける優先引受権の法定

第一款 1935年8月8日のデクレ・ロワ以前の状況

1. 実務における展開

(1) 20世紀初頭までの状況

(2) 第一次世界大戦の影響—会社が行う新株発行の頻度の上昇および額面発行の拡大と、新株引受権を付与する慣習の一般化との関係

2. 新株引受権の法理論をめぐる学説上の展開とその貧しさ

第二款 優先引受権の法定の経緯

1. 新株引受権を法定することが必要となった理由

- (1) 株主の新株引受権は当然に存在するものとは解されていなかったこと
- (2) 株主以外の者に与えられた新株引受権の存在とその問題点
- (3) 定款上の新株引受権が有名無実となる危険
- (4) 取締役会による権限濫用の危険

2. 新株引受権の法定を試みる立法者の動向

(1) 1935年8月8日のデクレ・ロワに先行する4つの法律案

(ア) 1930年の法律案

(イ) 1933年の法律案

(ウ) 1934年の法律案

(エ) 1935年の法律案と1935年8月8日のデクレ・ロワの成立

(2) 1935年8月8日のデクレ・ロワが採用した優先引受権の制度

(ア) 優先引受権の原則

(イ) 縮減可能な引受権

(ウ) 株主による優先引受権の行使の機会の確保

(エ) 優先引受権の譲渡可能性

(オ) 株主特別総会による優先引受権の除去

(カ) 経過規定—株主以外の者に付与された既存の新株引受権の維持

(キ) 民事制裁

(ク) 刑事制裁

小括

第二節 フランスにおける優先引受権の理論

第一款 株主の会社資産に対する権利の保護に根拠を求める見解

- (1) 株主の「準備金に対する権利」とは何か
- (2) 直接的権利説と間接的権利説

(3) 株主の準備金に対する権利は新株に対する優先引受権を帰結するか

第二款 株主の議決権比率の保護に根拠を求める見解

- (1) 学説による言及の希薄さ
- (2) 株主平等の原則に反した新株の割当てが無効とされた裁判例
- (3) 株主平等の原則は株主の優先引受権を帰結するか
- (4) 端的に株主の議決権比率を維持する権利は認められないか

第三款 優先引受権の公正性

- (1) 理論的根拠の如何よりも権利にともなう帰結が評価されている
- (2) 法規定に現れる優先引受権の公正性
- (3) 関係者が認識する優先引受権の公正性

本章の結び

第一部の結び

- (1) 優先引受権制度による株主特別総会の新株発行権限の補完
- (2) 優先引受権の独立した意義

第二部 原則の展開

第二部のはじめに

- (1) 第二部の構成
- (2) 基準点としての 1966 年 7 月 24 日の法律と現行法までの改正の流れ

第一章 取締役会に対する新株発行の権限委譲

本章のはじめに

- (1) 本章の構成
- (2) 今日の上場会社における権限委譲の常態化

第一節 新株発行を実施する権限の委譲

第一款 1943 年 3 月 4 日の法律以前

- (1) 新株発行を決定する権限を取締役会に対して付与する定款条項の残存
- (2) 権限委譲の有効期間

第二款 1943 年 3 月 4 日の法律による権限委譲に関する法規制の導入

- (1) 取締役会に新株発行の決定権限を委ねる定款条項の禁止
- (2) 株主総会による取締役会に対する権限委譲の期間制限の導入

第三款 1966 年 7 月 24 日の法律による 1943 年 3 月 4 日の法律の承継

第四款 1994 年 8 月 8 日の法律による柔軟化の試み

- (1) 改正が求められた理由
- (2) 「包括的権限委譲」の可能性
- (3) 上場会社における権限の復委譲の許容

小括

第二節 新株発行を決定する権限の委譲—2004年6月24日のオルドナンスによる改正後の権限委譲の新たな規制

第一款 新株発行の「決定権限の委譲」とは何か

第二款 新株発行を「実施する」権限の委譲との異同

- (1) 理論上の差異
- (2) 実質的区別の困難な理由
- (3) 取締役会に発行を実施しない裁量があるか否かによる区別の可能性
- (4) 唯一の実質的差異としての有効期間の制限の長短およびその副作用

第三款 1994年8月8日の法律における包括的権限委譲との比較

- (1) 類似点
- (2) 権限委譲の一本化から、再び複数の権限委譲の併存へ

第四款 上場会社における権限の復委譲の許容範囲の拡大

第五款 権限委譲を受ける取締役会の株主総会に対する説明義務

- (1) 事前の説明義務
 - (A) 取締役会の報告書
 - (B) 会計監査役の報告書
- (2) 事後の説明義務
 - (A) 資本増加に関する権限委譲の要点一覧表
 - (B) 権限委譲の使用時における追加報告書の作成・提出義務
- (3) 制裁

本章の結び

- (1) 権限委譲を規制する意義
- (2) 優先引受権制度との接続

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

本章のはじめに

- (1) 本章の対象
- (2) 本章の構成

第一節 株主の優先引受権を維持して行う発行

第一款 現行のフランス商法典における株主の優先引受権の原則

1. 優先引受権の定義
2. 優先引受権の譲渡可能性とその意義
3. 優先引受権の公正性およびその再評価

第二款 優先引受権制度が規律する新株発行のスケジュール

1. 現行法におけるスケジュールの概観
 - (1) 規定の全体像

(2) 近時の事例にみる法規の適用－2017年12月のMEDASYS社の例

2. 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

3. 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) 最低限確保されることを要する引受期間の長さの変遷
 - (A) 1966年7月24日の法律(30日間)
 - (B) 1985年12月14日の法律(20日間)
 - (C) 1994年8月8日の法律(10取引日)
 - (D) 2004年6月24日のオルドナンス(5取引日・現行法)
- (4) 検討

第三款 「優先期間」による優先引受権の代替

1. 優先期間の仕組み

2. 優先期間の実務の展開とその生じた背景

- (1) 経緯
- (2) 優先期間の利点と優先引受権との差異

3. 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) 法がもうけた規定の内容

第五款 検討

第六款 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現代における意義

第二節 株主の優先引受権を除去して行う発行

第一款 導入

1. 優先引受権の除去の必要性
2. 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
3. 現行法において許容されている優先引受権の除去の方式の整理

第二款 新株の割当先を示して行う除去

1. 優先引受権の除去のための基本的要件としての株主特別総会の決議

- (1) 条文の構造
- (2) 取締役会の報告書
- (3) 会計監査役の特別報告書
- (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一破毀

院商事部 2012年9月25日判決

2. 株主総会による新株の割当先の指定の方式－「名指しされた人物」の指定
3. 株主総会による新株の割当先の指定の方式－「人の部類」による指定
 - (1) 沿革

(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と2004年6月24日のオールドナンスによるその修正

(3) 「人の部類」の指定の方式

4. 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

第三款 公募または私募のため新株の割当先を指示しない除去

1. 株主総会が新株の割当先を指示する場合と規制を異にする理由

2. 沿革

(1) 議論の端緒

(2) 1973年2月22日のデクレによる割当先指定の方式の柔軟化の試みとその失敗

(3) 1983年1月3日の法律による改正

(A) 法律の規定をもうけることによる解決

(B) 公募における最低発行価額の規制の導入（「40中の20ルール」）

3. 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

4. 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

(A) 1983年1月3日の法律における40中の20ルール

(B) 1994年8月8日の法律による20中の10ルールへの短縮

(C) こうしたルールの問題点とその現実化

(2) 現行法における最低発行価額の規制

(A) 「発行価額はその決定に先行する3取引時間における株価の加重平均に最大5%の割引を行った額を下回ることはできない」

(B) 「しかしながら、一年につき会社資本の10%を限度として、株主特別総会は、取締役会または執行役会の報告書および会計監査役の特別報告書に基づいて自らが定める方式にしたがい発行価額を決定することを、取締役会または執行役会に対して許可することができる」

(C) 非上場会社等においては株主特別総会が発行価額を決定する

(3) 検討

第四款 制裁

本章および第二部の結び

(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の試み

終章

1. フランス法における新株発行規制の法改正の展開

(1) 株主特別総会への新株発行決定権限の専属

- (2) 第一次世界大戦がフランスの新株発行規制に及ぼした歴史的意義
 - (3) 既存株主の新株に対する優先引受権の法定
 - (4) 取締役会に対する権限委譲の制限の導入
 - (5) 商事会社に関する 1966 年 7 月 24 日の法律以後の法改正の展開
2. フランス法に一貫する株主保護の考え方
- (1) 新株発行自体の決定について
 - (2) 新株の割当先の決定について
 - (3) 発行価額の決定について
 - (4) 既存株主の利益という観点からの分析
 - (A) 支配的利益
 - (B) 経済的利益
3. フランス法における会社の資金調達の便宜の追求およびその成果
- (1) 優先引受権を維持する発行（株主割当）
 - (2) 第三者割当
 - (A) 割当先を名指しする場合
 - (B) 「人の部類」を指定する場合
 - (3) 公募または私募
 - (4) 検討
4. 株主利益の保護を優先させる新株発行規制の公正性
- (1) フランス法における新株発行規制の構造
 - (2) フランス法は日本法といかなる点において異なるか

はじめに

(1) 本論文の対象と目的

本論文は、フランス株式会社法における新株発行規制を、新株の発行により影響をうけるおそれのある株主の利益の保護という観点から検討することを主内容としている。そうすることの目的は、フランス法とは後述するような意味で好対照をなす日本法における新株発行規制の分析にとって、フランス法との比較検討が意味のある視座を提供するものと考えられるからである。

なお、本論文において検討の対象となる「新株の発行」とは、新たな出資の対価として新株が発行される場合を指すものとする。ここにいう「出資」についても、金銭出資を前提として記述を行う。

(2) フランス法の採用する2つの原則およびそれらと既存株主の利益との関係

今日、フランスにおいて株式会社 (*société anonyme*) を規律する中心的な法文は商法典 (*Code de commerce*) にまとめられている (L. 225-1 条以下)¹。その中で、新株の発行は会社が行う「資本増加」 (*augmentation de capital*) に関する小款 (L. 225-127 条ないし L. 225-150 条) において取り上げられ、資本増加の一類型 (ただしもっとも重要な) として位置づけられる (L. 225-127 条 1 項)²。

新株発行を律するフランス法の規定に目を通すと、つぎの2点が注目される。

第一に、L. 225-129 条 1 項は「株主特別総会³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)。

¹ 2000年9月21日の商法典の施行以前には、商事会社に関する1966年7月24日の法律が株式会社を規律する中心的法律であった。さらにその前身であったのが、商事会社に関する1867年7月24日の法律である。さらにさかのぼると、株式会社は1807年商法典のもとで設立許可主義に服していた。

² フランス法のもとでは今日でも額面株式が採用されており、発行済株式の額面の総和が会社資本の金額となる。新株の発行価額 (*prix d'émission*) は額面を下回ってはならないが、反対に超過することが可能なのもちろんであり、発行価額と新株の額面の差額のことは発行プレミアム (*prime d'émission*) という (L. 225-128 条 1 項)。

³ 株主特別総会 [*assemblée générale extraordinaire*] とは、定款変更を決議する株主総会を指し、それ以外の決議事項を取り扱う通常総会 [*assemblée générale ordinaire*] と区別される。特別総会の定足数および決議要件は通常総会のそれより加重されており、日本法にいう特別決議と普通決議とに対応するものである。フランス法が決議ではなく総会を区別することになった経緯については後述する。

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。フランス法にかぎらず妥当する事柄として、①新株発行の決定権限の所在、②新株の割当の方式および③発行価額のそれぞれに関する規則が、既存株主の保護にとって重要となるが⁴、それは、新株発行が既存株主の置かれる状況に及ぼしうる影響に関連している。すなわち、(A)新株の割当てを受けた者が持株比率を上昇させる分、その他の株主の持株比率は低下する。これによって会社の支配権を獲得する株主が新たに出現する可能性があるほか、反対にこれまで支配権（あるいは、特別決議を阻止し、または少数株主権を行使しうるだけの議決権）を有していた株主がこれを失うことがありうる（株主の支配的利益）。また、(B)時価を下回る発行価額で新株が発行されれば、その分既存株式の価値は低下する（実際に既存株主が損失を被るか否かは、そうして調達した資金の活用による会社の将来のキャッシュフローの変化に左右される）（株主の経済的利益）。

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にすぎず、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のである。

(3) 日本法における授權資本制度との比較

そうした現行フランス法の規定とそこに至るまでの経緯は本論文の中で明らかになるであろうが、ここではフランス法とは対照的な日本法の新株発行規制においても概観しておきたい。

新株発行の決定権限という観点では、昭和25年(1950年)の商法改正が画期的であった。同改正以前においては資本の額が定款の記載事項であり(昭和25年改正前商法166条1項)、新株の発行は定款変更の一種として株主総会の特別決議に基づいて決定されるものとされていた(同342条、343条および348条)。昭和25年改正商法はいわゆる授權資本制度を採用し、定款に記載された発行可能株式総数(発行済株式数の4倍を超えることはできない)の枠内で取締役会が発行を決定することができることとした(昭和25年改正後の商法280条の2第1項)。平成17年会社法は公開会社と非公開会社を区別し、後者における新株の発行は株主総会の決議によるものとしたが(会社法199条2項)、公開会社においては今日でも新株の発行は原則として取締役会が決定する(同201条1項)。ただし、そ

⁴ 神田秀樹『会社法(第20版)』(弘文堂、2018年)144頁以下、神田秀樹編『会社法コンメンタール5』(商事法務、2013年)9頁〔吉本健一〕。

の例外として昭和 41 年の商法改正により導入された有利発行規制（昭和 41 年改正後の商法 280 の 2 第 2 項〔会社法 201 条 1 項、199 条 3 項〕）のほか、平成 26 年の会社法改正の際に 206 条の 2（過半数の議決権を有する株主が出現するような発行の場合）がもうけられている。

持株比率に応じて新株を引き受ける既存株主の権利（新株引受権）という観点からは、まず昭和 13 年（1938 年）の商法改正の際に、有限会社においては社員の出資引受権が法定された一方で、株式会社においてはそうはならなかったことが注目される。日本において新株引受権は会社の閉鎖性の維持に関連づけられたことがこの時点でうかがえるからである。しかしながらこれに先行してフランス法は 1935 年に株式会社（および株式合資会社）についてのみ新株に対する優先引受権を法定し、反対にその他の会社についてはそうしなかった。後述するように優先引受権制度が取締役会の権限濫用から株主（とくに少数派）を保護するために導入されたものだったからである。ただし、昭和 25 年の商法改正以前には、少なくとも会社が発行しようとする株式の一部については、既存株主のために新株引受権を付与することが慣行であったとされる⁵。

しかしながら授權資本制度を採用した昭和 25 年改正商法も新株引受権を法律上当然に存在するものとはせず、ただ、その取扱いの如何が株主にとって重要であることから、この権利の有無は定款の絶対的記載事項とされた（昭和 25 年改正後の商法 166 条 1 項 5 号）⁶。もっとも、どのような定款の記載があれば足りるのかは明らかでなく、昭和 30 年 2 月 28 日の東京地裁の判決⁷が「当会社の株主は、株式総数 1600 万株のうち、未発行株式について新株引受権を有する。但し、取締役会の決議により新株の一部を公募し、又は、役員従業員旧役員及び旧従業員に新株引受権を与えることができる」という記載を、結局のところ株主の新株引受権の有無あるいは最低限割当てを保障される株式の数が事前に明らかにならないとして無効とすると、このような記載の仕方が当時もっとも普通に採用されていただけに、実務は動揺した。そこで昭和 30 年の商法改正の際に新株引受権に関する事項は定款の絶対的記載事項から外され、これに代わって取締役会の決議によってこの権利を株主に与えることができる旨が法律に書き込まれた（昭和 30 年改正後の商法 280 条の 2 第 1 項 5 号）。このほか、株主以外の者に対して新株引受権が安易に付与されることがしばしばあったことを受けて、株主以外の者に対して新株引受権を与える場合には、取締役が理由を示したうえで株主総会の特別決議を要するものとした（昭和 30 年改正後の商法 280 条の 2 第 2 項）。しかし、証券会社が発行される新株の全部をいったん引き受け、その後に投資家に対して募集を行うといういわゆる買取引受が、ここにいう第三者に対して新株引受権を付与する場合に該当し、したがって株主総会の特別決議を経なければならないのか（また、この決議を欠くことが新株発行の無効原因となるか）が訴訟上も争われたことから、昭和 41 年の商法改正の際に 280 条の 2 第 2 項は再度改正され、上述した有利発行規制へと置き換えられたのである⁸。こうした経緯で株主に対する新株引受権の付与による株主利益の保護と

⁵ 第七回国会参議院法務委員会議事録第五号（昭和 25 年 3 月 3 日開会）、岡咲恕一政府委員発言。

⁶ 同上。

⁷ 下民集 6 卷 2 号 361 頁。

⁸ こうした改正の経緯について、上柳＝鴻＝竹内編『新版注釈会社法(7)新株の発行』（有

いう方針は、日本法の中では断絶した⁹。結局のところ、授權資本制度の長所であるところの機動性の重視が貫徹されたといえることができるだろう。

そのように会社の資金調達の特権が優先されながら、手続きに瑕疵がある新株発行を事後的に無効にすることも難しい。取締役会決議を経ない発行も代表取締役が行った以上は無効原因ではないというのが判例である¹⁰。有利発行の場合に必要な株主総会特別決議を欠いた場合においてすら同様である¹¹（ただし、平成 17 年会社法のもと、非公開会社において株主総会の決議を欠く新株発行については判例に動きがあった¹²）。また、不公正発行であっても、発行が完了してしまえば無効原因とはならないという¹³。資金調達のために取締役会に広い裁量を認める分、逸脱に対する掣肘は強化されるのが正当なはずであるが、そうはなっていない。流通を前提とする株式については取引の安全にも配慮せざるを得ないのだが、それをいいことに発行を実現しさえすればよいという戦略も生じさせている。

そこで、違法または不公正な発行を事前に差し止める（差し止めの仮処分を得る）ことが既存株主にとってほとんど唯一の実効的な手段となる（会社法 210 条、民事保全法 23 条 2 項）¹⁴。新株発行の無効原因を狭く解する判例も、法にしたがった公告が行われないなど株主に差し止めの機会が与えられないことは、差し止め事由となる瑕疵がほかになかった場合を除き、新株発行の無効原因になるとしている¹⁵。また、新株発行差止の仮処分命令に違反して発行

斐閣、1987 年）5 頁以下〔竹内昭夫〕、吉本健一『新株発行のメカニズムと法規制』（中央経済社、2007 年）160 頁以下、戸川成弘「新株発行」浜田道代先生還暦記念『検証会社法』（信山社、2007 年）285 頁以下を参照。

⁹ ただし、平成 2 年の商法改正の際に、定款で株式譲渡制限を定めている会社においては株主が原則として新株引受権を有するものとされた（平成 2 年改正後の商法 280 条の 5 の 2 第 1 項）。もともと平成 17 年会社法はこの規定を引き継いでいない。公開会社でない会社においては新株発行の決定は株主総会でなされるから、重ねて新株引受権による保護は必要ないと判断されたものと考えられる。

¹⁰ 最二判昭和 36 年 3 月 31 日民集 15 卷 3 号 645 頁。

¹¹ 最二判昭和 46 年 7 月 16 日判時 641 号 97 頁。このほか、昭和 41 年改正前の商法 280 条の 2 第 2 項の定める株主総会の特別決議（株主以外の第三者に新株引受権を付与することの承認）を欠くことが無効原因にならないと判示した最二判昭和 40 年 10 月 8 日民集 19 卷 7 号 1745 頁がある。

¹² 最三判平成 24 年 4 月 24 日民集 66 卷 6 号 2908 頁のほか、下級審判例としても横浜地判平成 21 年 10 月 16 日判時 2092 号 148 頁、東京地判平成 25 年 10 月 21 日 LEX/DB25515407、東京地判平成 26 年 10 月 20 日 LEX/DB25521991、東京地判平成 26 年 11 月 26 日 LEX/DB25522539 などがあり定着している。また、学説によっても承認されていると思われる。

¹³ 最一判平成 6 年 7 月 14 日判時 1512 号 178 頁。

¹⁴ 株主が法令・定款違反または不公正な発行を差し止める可能性は昭和 25 年の商法改正の際にすでにひらかれていたが（同改正後の商法 280 条の 10）、払込期日の 2 週間前までに新株発行の内容について公示を行うことが会社に義務付けられたのは昭和 41 年の改正においてであった（同改正後の商法 280 条の 3 の 2）。昭和 41 年改正前において、支配権維持を目的とした濫用的発行であっても、発行前にこれを差し止めることはありうることは別段、いったん発行がなされた以上は取引の安全を考慮して無効とはならないとした裁判例として、釧路地判昭和 38 年 2 月 26 日商事 273 号 10 頁がある。

¹⁵ 最三判平成 9 年 1 月 28 日判時 1592 号 134 頁。

を実施することも無効原因である¹⁶。しかしながら、差止めが適切に機能してきたかといえ
ば、それも単に肯定することはできない。とくに不公正発行（会社法 210 条 2 号）に関す
るいわゆる「主要目的ルール」、すなわち、ある新株発行について会社の資金調達その他正
当な事業上の目的と、支配権争奪場面における取締役側の支配権維持目的とが併存してい
る場合には、後者の目的が前者の目的に優越する（主要目的である）場合に差止めを認容す
るという規範は、単に不当な支配権維持の目的があるということのみならず、形式上支配権維
持目的が優越していることを示さないかぎり差止めを認めないというものである。しかも、
それらは取締役らの内心の事柄であって本来立証は困難である。

この主要目的ルールを適用し、結論として差止めを認めなかった裁判例の一つとしてベル
システム 24 事件があり¹⁷、批判を集めた。本事案では、もとより経営方針をめぐる筆頭
株主（約 39%を保有）と取締役会との間で衝突が存在したところ、筆頭株主が来る定時株
主総会において取締役を交替させる議案を提案した。その後取締役会は第三者割当によ
る新株発行の検討を開始し、しかも当該発行は、割当を受ける者が会社の議決権の過半数
（約 51%）を取得する結果をもたらすものであった。さらに、当該発行の払込期日の翌日
に基準日が設定され、来る定時株主総会において当該発行によって新株の割当てを受けた
者が株主として議決権を行使できるようになっていた。

東京高裁はこのような事実を認定しながらも、「本件新株発行において〔中略〕相手方の
現経営陣の一部が、原告人〔上記筆頭株主〕の持株比率を低下させて、自らの支配権を維持
する意図を有していたとの疑いは容易に否定することができない」というにとどまる。支配
権維持の目的を有していたということすら正面から認められないのでは、それが会社の主
張する資金調達目的に優越するものであることはおよそ肯定されないであろう。実際、本件
で新株発行は「著シク不公正ナル発行」には該当しないとの結論が下された。

平成 26 年の会社法改正により 206 条の 2 が新設されたことで、以後同様のケースでは同
条の定める要件のもと株主総会が事前に関与する機会が用意されるほか、発行の差止め
に関する裁判所の運用の方針にも影響があることが予想される¹⁸。とすれば、今この裁判例に
言及するのは極端な事例を恣意的に援用するものと思われるかもしれないが、主要目的ル
ールそれ自体は上記のような結論を排除することはないという点には留意すべきであろう。
上記の会社法 206 条の 2 の新設のほか、平成 21 年に東証上場規程において大規模な第三者
割当について規律が置かれたことは¹⁹、少なくともそれまでの運用では既存株主の利益の保

¹⁶ 最一判平成 5 年 12 月 16 日民集 47 卷 10 号 5423 頁。

¹⁷ 東京高決平成 16 年 7 月 30 日金判 1201 号 4 頁。類似した後の事案として、仙台地決平
成 26 年 3 月 26 日金判 1441 号 57 頁。

¹⁸ もとより、主要目的ルールを適用し差止めの仮処分命令を発した事例も少なくない。そ
れらの中には、単に資金調達目的がないことが明らかな場合も含まれるが（共通の買
収者による買収対象となった 2 社がお互いに対して自身の発行する新株を割り当てた
東京地決平成元年 7 月 25 日判時 1317 号）、東京地決平成 20 年 6 月 23 日金判 1296
号 10 頁など、支配権維持目的および資金調達目的のいずれにも会社側に厳しく審査
をする例もみられる。

¹⁹ 第一に、希薄化率（発行前に存在した議決権の数に対する、発行される新株に付される
議決権の数。有価証券上場規程施行規則 435 条の 2 第 1 項）が 300%を超える場合に
は原則として上場廃止となる（有価証券上場規程 601 条 1 項 17 号、同施行規則 601

護が適切に講じられたとは評価できないことを示唆するものである。

あるいは、これらの新たな規制を前提に、今後は既存株主の利益を十分に保護するような運用が行われる可能性もあるが、あまり楽観はできない。実際、同業他社との合併を拒んでいた創業者が、会社が公募を行った結果特別決議の成立を阻止しうるだけの議決権比率を失ったというケースが近時あったところである²⁰。それだけの大株主であっても現在の新株発行規制のもとでは自己の支配的利益を保全することは困難なのである。

(4) フランス株式会社法を研究する意義

そのように、日本法における新株発行規制のもとでは株主が新株発行をコントロールすることは難しい。(3) でみたように、その根本には授権資本制度がある。この授権資本制度は会社の資金調達の便宜を拡大しようとするもので、まさにその制度趣旨が、時に株主の利益が損なわれるようなケースがあっても今日の新株発行規制を是とする理由として承認されているものと思われる²¹。

これに対してフランス法の研究から引き出すことが可能なのはつぎのような知見である。第一に、株主総会が新株発行を決定する原則を採用したうえ、既存株主が原則として新株の優先引受権を有することになっている法制のもとで、会社の資金調達の便宜というものはどれほど満たされるものなのかということ。仮に、フランス法のもとで株式会社の資金調達が困難を生じているとすれば、いくら株主の利益を保護することが本来正義に適うとしても、現実的な妥当性を欠くことから批判を免れないであろう。実際には、フランス法の新株発行規制が会社の資金調達の便宜という観点からも一定の水準を達成していることは後に明らかにするところである。

第二に、そうして会社の資金調達の便宜の追及を行いつつも、株主利益を保護する上記2つの原則を堅持するフランス株式会社法における新株発行規制の公正さについてである。それは言い換えると、株主利益の保護を会社の資金調達の機動性に優先させることを意味している。原則において株主利益の確保を達成しようとする事、このことの意味は、原則において会社の資金調達の便宜を優先することにした日本法との比較において自ずと浮かび上がるであろう。

(5) 本論文の構成

日本法とは対照的な点として、また実際に新株発行規制における要となる原則として、本論文の記述は、①新株の発行は株主特別総会が決定するという原則と、②既存株主は持株比率に応じて新株に対する優先引受権を有するという原則との2点を中心として進める。そのうえに、各原則の成立の過程から、とくに1966年7月24日の法律以降（奇しくも昭和

条14(6))。もっとも、これはきわめて例外的な場合であろう。第二に、希薄化率25%を超える場合または支配株主が異動する見込みがある場合には、経営者から一定程度独立した者による当該割当ての必要性および相当性に関する意見の入手または株主総会決議などによる株主の意思確認が要請される(有価証券上場規程432条)。

²⁰ 東京高決平成29年7月19日金判1532号57頁。

²¹ 授権資本制度と「資金調達の便宜」あるいは「機動性」とを関連づける文献は枚挙にいとまがない。

41年に重なる)漸次進められた規制の柔軟化を経て、現行法に至るまでの時間軸が加わる。

第一部では、2つの原則の成立の過程を中心とし、まず第一章において株主総会が新株の発行を決定するという原則の由来を確認する。それは、かつて定款の変更が会社契約の変更として株主全員の同意を要することが原則であったものを、19世紀の終わりから20世紀初頭にかけて株主総会(ただし通常よりも決議要件が加重された特別総会)における多数決で足りることにしたというものである。このことは新株の発行(資本増加に該当する)の当事者は株主であり、したがって株主がその決定に関与するという基本どおりの理解が根底にあることを意味している。続く第二章では既存株主の新株に対する優先引受権の法定について、その経緯と趣旨を明らかにする。第一章のとおり新株発行が株主総会によって決定されるならば、新株に対する優先引受権による保護は無用ではないかとも思われるが、実際には何ら規制をおくことなく単純に多数決に新株発行を委ねると多数派株主および取締役の権限濫用を招いたのだった。そこで、1935年にフランスにおいて既存株主の優先引受権は少数派株主を保護するために導入されたのである。

第二部では、第一部で示した2つの原則それぞれの展開を扱う。第一章では、株主総会から取締役会に対する新株発行に関する権限委譲の規制について述べる。株主総会に決定権限があるとしても、株主総会自ら新株の発行を執行することはできないため、取締役会に対する何らかの権限委譲が新株発行には常にとまらなければならない。しかし、優先引受権の法定が必要とされたのと同様、何の制限もなく権限委譲が認められるとすれば濫用を阻止することはできず、株主総会が決定権限をもつという原則も実質を失う結果となる。はじめて法律によって規制が加えられた1943年以来、株主総会による新株発行のコントロールの可能性を損なうことなく、しかし同時に、会社が円滑に発行を実施することができるような権限委譲の枠組みが模索されてきたことを示す。その後、最後の章となる第二章では株主の新株に対する優先引受権の制度の柔軟化と今日における評価について検討する。優先引受権制度は、新株の割当の方式を直接拘束するのみならず、フランス法のもとでは発行価額の規制とも連関させられている。優先引受権が維持される場合には発行価額は問題とならないが、この権利が除去されるときは株主の経済的利益に影響を及ぼすことから、優先引受権を除去した発行において特別な規制が用意されているのである(この権利を除去する株主特別総会が発行価額またはその算定方法を決定すると明文化されている。ただし、例外として上場会社の公募の場合には市場価格を基礎とする最低発行価額の規定が法律上用意されている)。また、この権利の有無によって新株発行のスケジュールはまったく異なる。とくに優先引受権を維持した発行では、この権利を株主が行使する機会を確保するため、優先引受権を除去した発行に比べて長い時間を要する。この点においてまさに優先引受権が会社の資金調達の便宜に衝突するのであるが、1966年すなわち昭和41年の時点以降、現行法までに大幅に短縮されたことを示す。近年の上場会社の新株発行のデータを見ると、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選択する傾向がみられ、優先引受権制度があるために資金調達が妨げられているわけではないことも明らかになるだろう。

改めて全体を見ると、株主総会が新株発行を決定するという原則と、株主の優先引受権との2本の柱が基礎に据えられていることで、フランス株式会社法における新株発行規制は株主利益の保護の方をまず確保しようとしている。それでいて、20世紀後半には改正を重ねるごとに徐々に会社の資金調達の便宜も達成されるようになった。この到達点がどのよ

うなものであるかは、あるいは会社の資金調達の便宜を重視するあまり株主利益の保護に不十分な点が残っている日本法への重要な提言となりうると考える。これについては終章において再度検討する。

第一部 原則の成立

第一部においては、フランス法のもとで新株発行（資本増加）の決定権限が株主総会に帰属し（第一章）、既存株主には原則として持株比率に応じて新株を引き受ける優先権が与えられる（第二章）という2つの原則について、成立過程を検証することを通じてそれら原則の意義を確認する。

第一章 新株発行の決定権限の株主特別総会への専属

本章のはじめに

（1）本章の対象

「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、即時または後に効力を生じる資本増加を決定する権限を有する」（*L'assemblée générale extraordinaire est seule compétente pour décider, sur le rapport du conseil d'administration ou du directoire, une augmentation de capital immédiate ou à terme*）（フランス商法典 L. 225-129 条 1 項第 1 文。以下単に商法典というときは、現行のフランスの商法典を指す）。

本章の目的は、株主特別総会への新株発行（これは資本増加に該当する）の決定権限の専属を明らかにするこの規定の成立を明らかにすることである。引用したこの簡明な条文の文言だけによっても、会社の管理を行う機関（会社の採用する機関設計により、取締役会または執行役会¹）に、新株発行の決定権限がないことが宣言されている（ただし、第二部第一章の対象となるこれらの機関に対する株主総会からの権限委譲が一定の規制のもとで許容される。以下では、基本的に取締役会をもって株式会社を管理する機関を代表させることとする）。

しかしながら、株主総会が新株発行権限をコントロールするという、新株発行規制の核心を占める原則は、実際にはそれだけでは適切に作動しえないものであることもまた、この法文にすでにかがうことができる。資本増加の決議についてとくに取締役会の報告書（*rapport*）が要求されているのは（このような条件は株主特別総会の決議一般に対して課されているものではない）、株主総会の判断が事情をよく認識したうえで下されるように配慮するものであり、株主総会の適法な決議があれば足りるとするだけでは、株主総会に対して議案を提出する取締役会が株主総会から委譲された権限を濫用することを効果的に阻止することができなかったという歴史的経験を反映したものである（商事会社に関する 1966 年 7 月 24 日の法律により初めて採用された）。このような報告書の要求とならんで、株主の新株に対する優先引受権の法定（1935 年 8 月 8 日のデクレ・ロワ。第一部第二章でみる）や、取締役会に対する権限委譲の規制の導入（1943 年 4 月 3 日の法律が最初。第二部第一章）もまた、そうした濫用を阻止しようとする措置であり、むしろこれら各種の補完的規制が、今日ではフランス株式会社法における新株発行規制の実質を構成するといつてよい（さ

¹ 伝統的な一層制の株式会社では、取締役会〔*conseil d'administration*〕。1966 年 7 月 24 日の法律により導入された、執行役会〔*directoire*〕と監査役会〔*conseil de surveillance*〕とを設置する二層制の株式会社では、執行役会。

らに、一般法理としてフロード〔fraude 詐欺的脱法〕および多数決濫用の法理〔abus de majorité〕が控えている。

そのような補強を必要とする結果となったのは必然であったとも思われる。というのは、これからみるように、株主特別総会が新株発行の決定権限を有するという原則が確立された当初の文脈は、新株発行は「取締役会でなく株主総会が」決めるべきであるというのではなくて、本来株主全員の同意を必要とするところを、多数決で足りることとして要件を緩和するというものだったからである。

（２）株主の「特別総会」とは何か

そこで本章の分析対象は、多数決で定款を変更することが認められている株主の特別総会という機関の成立とほぼ同一のものとなる。なぜならフランス法において会社（société）は契約の一類型であり（民法典 1832 条以下）、定款はその契約書であって、その変更は資本増加にかぎらず本来は契約の当事者たる株主全員の同意を要することが契約法の大原則だからである（1804 年民法典 1134 条〔2016 年 2 月 10 日のオルドナンスによる民法典の大改正により、多くの法文の条文番号が変更されたが、以下本章において民法典の条文を引用するときは 1804 年民法典のものをいう²⁾）。そして特別総会という機関の形成過程は、日本法におけるような普通決議と特別決議という「決議」における区別ではなく、フランス法において定款変更をとまなう決議を行う機関を特別総会とし、これをともなわない決議を行う通常総会（assemblée générale ordinaire）を対置させるという「総会」における区別が行われている理由と密接な関係を有する。

定款を変更する株主総会に法律の規定上最初に「特別総会」の名称が与えられたのは 1966 年 7 月 24 日の法律においてである（同法律 153 条 1 項）。株式会社制度をはじめて導入した 1807 年商法典から間もない時期において、“assemblée générale extraordinaire”とは、定時総会以外の総会すなわち臨時総会を意味する実務上の用語であった（「特別」なのは開催日）。ところで、実際に臨時総会が招集されるのは、会社にとって重大な決定（定款の変更がここに含まれる）を下す必要がある場合であったことから、次第に“assemblée générale extraordinaire”とは重大な事項について決議する総会を意味するようになり、ここで決議事項が「特別」な総会へと意味が変遷した。この実務上の呼称は、商事会社に関する 1867 年 7 月 24 日の法律のもとにおいても、同法律第 31 条が規定している株主総会を指すものとして引き継がれた。こうした経緯を経て、1966 年 7 月 24 日の法律がこの呼称を正式に採用したものである³⁾。

（３）本章の構成

以下では、株式会社を規律した法律の変化にしたがって、まず 1807 年商法典のもとにお

²⁾ 「適法に形成された合意はその当事者にとって法律に代わる（1 項）」。「合意は、当事者相互の同意または法律が認める原因によらなければ撤回できない（2 項）」。2016 年 2 月 10 日のオルドナンス第 2016-131 号による債務法の改正により、これらの法文はそれぞれ 1103 条および 1193 条にそれぞれ引き継がれた。

³⁾ Anne LEFEBVRE-TEILLARD, *La société anonyme au XIX^e siècle*, P. U. F., 1985, p. 348 et suiv. を参照。

ける議論の展開を（第一節）、次いで株式会社の設立許可主義を廃止した、商事会社に関する1867年7月24日の法律のもとにおける展開を順にみる（第二節）⁴。1807年商法典のもとでは、株主総会に言及する法律の規定が皆無である状況において、定款自治による株主総会の決議のルールの形成があった。1867年7月24日の法律はその成果を引き継いで株主総会に関するいくつかの規定を置いたが、その規定も当初は定款変更に株主全員の同意を要求するという原則を退けるものとは評価されなかった。多数決が採用されたのは、判例においては19世紀末に、法律の規定上は20世紀を迎えた後においてである。

なお、上述のとおり、本稿が対象とする時代において、資本増加は定款変更一般から明確

⁴ 本文で検討する法的議論の展開をみるうえでの補助となるように、本稿が扱う期間において株式会社がどの程度利用されていたかについてあらかじめ説明しておきたい。

1807年商法典の時代においては、「長期かつ陰険な手続き」であった株式会社の設立許可主義が、株式会社の設立数をごく限定的なものにした。1867年7月24日の法律による株式会社の設立自由化までの約60年間に設立されたのは、数え違いのためか資料により少々のばらつきはあるが、およそ650社にとどまった。1年あたりの設立数は不規則に増減を繰り返したが、650社のうち450社以上は1837年から1867年までに設立されており、徐々にではあるが株式会社制度の利用が時代とともに増加したことがうかがえる。

しかしながら、1807年商法典の時代においては合資会社（*société en commandite*）または資本を株式に分割する合資会社である株式合資会社（*société en commandite par actions*）が、むしろ多額の資本を集める主要な会社形態であり、規模で比較すれば株式会社には及ばないものの、製鉄・繊維産業といった各種の事業のために合資会社が利用されていた。もっとも、株式会社に適用されたような規制の対象とならなかった合資会社は濫用もされ（「合資熱」[*fièvre des commandites*]）、設立許可手続きにおいて株式会社に対して政府が通常要求していた資本充実のための手続きを主要内容とする法律が合資会社に課されると（1856年7月17-23日の法律）、合資会社の設立は大幅に減少した。もっとも、1863年5月23日の法律が、資本の額が2000万フランを超えない範囲で株式会社（同法律のもとでの呼称は「有限責任会社」[*société à responsabilité limitée*]であった）の自由な設立を許すと、1865年だけでも100社余りの設立があった。

株式会社を自由化した1867年7月24日の法律の制定とともに、株式会社の設立数は当然ながら大きく増加し、1870年までに500社以上が設立された。その後も、不況のたびに設立数が落ち込む年はあったが、中長期的には株式会社の設立数は増大し続け、1882年と1899年には1年間だけで1000社弱の設立があった。設立された会社の資本の規模についてみると、1889年から1901年にかけて株式会社の資本の額の平均が100万フランを上回っており（その後1902年から1913年までの平均が60万フラン）、また資本の額が1000万フランを超える会社もこの時期に多数設立された。そのため「1890年代はフランスにおける超巨大企業群の誕生にあたって決定的な役割を演じた」といわれる。後述する通りこの時期は、株主全員の同意から多数決へと原則が変化した時期と重なっている。

以上について François CARON, *Histoire économique de la France, XIX^e-XX^e siècles*, A. Colin, 1981, p. 49 et suiv., p. 82 et suiv., v. notamm. le graphe à la page 83; LEFEBVRE-TEILLARD, *op. cit.*(note 3), p. 63 et suiv. を参照。

に区別されることなく論じられていたため、以下の記述も定款変更一般について行わざるを得ない。しかし当然ながら、定款変更一般についていえることは、資本増加についても当てはまるということをあらかじめ述べておく。ただし、資本増加に固有の問題については適宜補う。

第一節 1807年商法典のもとにおける展開

本節では、1807年商法典のもとで株主総会の権限の如何は設立許可主義を前提にした定款自治に委ねられたことをまず確認したうえで、実際の実務と学説とをみる。

第一款 1807年商法典における株式会社の扱い

フランス1804年民法典は、アンシアン・レジームにおける理解を引き継ぎ⁵、会社(société)を契約の一種類として位置づけた(1832条以下)。商事会社についても、商事会社に固有の規定と矛盾しないかぎり民法典の規定が適用されることが定められたことによって(民法典1873条)、また商法典の側でも会社が民法にも服することを明らかにすることによって(1807年商法典18条)、株式会社を含む1807年商法典が規定した各種の商事会社も契約の性質をもつことになった。その結果として、株式会社には商法典中に用意された固有の規則のほか、民法典の会社契約に関する諸規定および契約一般に関する諸規定が適用されることとなったのである。

1807年商法典が株式会社のためにもうけたのは9か条である(29条~37条)。そのうち最後の1か条が株式会社の設立許可主義を定める。その他の8か条も、株式会社を他の会社形態から区別する規定が大半を占め(資本の株式への分割、株主の有限責任など)、株式会社の組織については、会社債務について責任を負わない取締役が会社を管理する(administrer)ことが定められているにとどまる⁶。この条文数の少なさは意図的なもので

⁵ 「生じる利益の分配を目的として相互に出資を行うことを約すること」を会社契約と定義する方式は、17世紀の初頭までさかのぼることができる(Hector FELICIUS, *Tractatus de societate*, apud W. Richterum, 1606, n° 4.)。アンシアン・レジーム期の学説はこの定義を承継し、民法典1832条と酷似した文言によって会社契約をすでに説明しており、民法典が採用した定義がこれらの学説を承継したものであったことが分かる(Jean DOMAT, *Les lois civiles dans leur ordre naturel*, 2^e éd., Coignard, 1695, t. 1, p. 294; Robert Joseph POTHIER, *Traité des contrats maritimes, société et cheptels*, Chez les Freres Debure, 1774, t. 2, n° 1.)。

⁶ 1807年商法典が株式会社について定めたこれらの規則は、1664年に設立されたフランス東インド会社においてすでに採用されていたものであったことが指摘される(Raymond-Theodore TROPLONG, *Du contrat de société civile et commerciale: ou commentaire du titre IX du livre III du code civil*, C. Hingray, 1843, t. 1, n° 3.)。フランス東インド会社を設立した王令は、*Déclarations du Roy: l'une, portant établissement d'une Compagnie pour le commerce des Indes Orientales; l'autre, en faveur des officiers de son Conseil et Cours*

あり、商慣習法によって適切な規制が見いだされていくことに、商法典の立法者が期待した結果である⁷。実際、商法典の起草者は、「株式会社はあまりに新しい制度であり、株式会社が服すべき一切の規則は、未だ確立されていない」と説明している⁸。

そのように、株式会社に必要な規制は将来の実務の中から発見されることが期待されたのであるが、そうして見出された規則を株式会社に実際に採用させるために必要な役目を果たしたのは株式会社の設立許可主義であった。政府に委ねられた株式会社の設立に対して許可を与える権限には、設立されようとする株式会社の定款を承認する権限が含まれており（商法典 37 条）、政府は、一定の定款変更が事前になされることを条件として設立に対し許可を与えるという方法を通じて、少なくとも新たに設立される株式会社の定款については、その内容をコントロールすることができた。

1807 年商法典は株主総会についても、なんら規定をもうけなかった。資本増加を含む定款変更の手続きについても同様である。したがって、これらの事項に関しては、株式会社の定款の承認権限をもった政府の監督のもと、株主たちの自治に委ねられた。その様相をつきにみる。

第二款 実務における展開

最初期の株式会社においては、定款変更の決定方法を定款の中であらかじめ定めておくことがなく、したがって民法典 1134 条の適用により株主全員の同意がなければ定款すなわち会社契約書の変更をなしえなかった。しかし株主数が多数にのぼる株式会社において株主全員の同意を要求することが現実的でないという問題が、既にこのころ認識されたものと推測される。実際に、1816 年設立の会社において、1819 年に、定款変更に必要な株主全員の同意を得ることができなかったことから、一度会社を解散し新たに設立しなおすということがあった⁹。たしかに株主全員の同意を要求するのは少数派株主にとって最大の保護であり、それ以上の配慮の必要は生じないであろうが、そのために会社が立ち行かなくなるとすればかえって害が大きい。

そこで、その後には、一定の要件を満たす株主総会の決議によって定款変更を決定することを許す定款条項をもうける会社が登場し、そうした定款条項は 1830 年頃までに一般化した。株式会社の設立時に、設立時に発行される株式の引受人は全員が定款に署名し、設立後の株式の取得者は既に存在する定款の内容に同意して会社の株主となることから、その会

Souveraines intéressées, en ladite Compagnie et en celle des Indes Occidentales., Les imprimeurs ordinaires du Roy, 1664 に収録されている。この東インド会社に代表される、アンシアン・レジーム期のコンパニー (compagnie) が株式会社の前身となったといわれる所以である。

⁷ このことを指摘するのは、LEFEBVRE-TEILLARD, *op. cit.*(note 3), p. 19 et note 56 ; Romuald SZRAMKIEWICZ, *Histoire du droit des affaires*, Montchrestien, 1989, n° 774. である。

⁸ *Procès-verbaux du Conseil d'Etat, contenant la discussion du projet de code de commerce*, Imprimerie royale, 1814, t. 1, p. 170 et suiv..

⁹ LEFEBVRE-TEILLARD, *op. cit.*(note 3), p. 390. 本文の以下の記述についても同文献同箇所以下を参照。

社の株主間では全員の同意に代わり多数決が法律となる¹⁰。

ここで問題となったのは、単に「株主総会は定款を変更することができる」という定款条項がある場合に、株主総会の権限はありとあらゆる定款変更にあつたのか、という点である¹¹。学説は一般に、株主総会の権限は会社の管理 (administration) の範囲内でしかありえないと説明し、包括的文言による定款変更を授権する条項の効力を限定的に捉えた¹²。判例も同様であり、上のような文言の定款条項があつたとしても、株主総会は会社契約の本質 (essence) にあたる定款条項を変更することはできないとした¹³。株主総会の定款を変更する権限は定款によって与えられたものであるから、株主総会が会社契約を根本から変更してしまうことは自らの基盤を掘り崩すものだからである¹⁴。実際には、1807年商法典のもとでは、ほとんどすべての定款条項はその会社契約にとっての本質的条項であると理解され、とくにその定款条項を指示して株主総会の決議にその変更を委ねる定款条項がないかぎり、原則どおり株主全員の同意を必要とするものと考えられた。したがって包括的文言により定款変更を株主総会に許す定款条項だけでは不都合があつたのである。

そこで、1840年を迎えた時点には、定款変更一般に加えて、実際の需要が大きかつた類型の定款変更だつたものと推測されるが、会社の資本の額の変更および会社の存続期間の変更をとくに列挙して株主総会に許可する形式の定款条項が一般的となつた¹⁵。このような

¹⁰ Joseph Victor MOLINIER, *Traité de droit commercial, ou Explication méthodique des dispositions du code du commerce*, Joubert, 1846, t. 1, 2^e partie, n° 439 ; Désiré et Armand DALLOZ, *Jurisprudence générale du royaume : répertoire méthodique et alphabétique de législation de doctrine et de jurisprudence en matière de droit civil, commercial, criminel, administratif, de droit des gens et de droit public*, nouv. éd., 1859, t. 40, p. 353 et suiv., v° société, n° 1557.

¹¹ Charles BALLOT, De la limite légale du pouvoir des assemblées générales en matière de sociétés civiles et commerciales, *Revue pratique de droit français : jurisprudence, doctrine, législation*, t. 6, 1858, p. 111 が、この問いに関する 1807年商法典のもとにおける代表的論説である。

¹² Claude Alphonse DELANGLE, *Des sociétés commerciales, Commentaire sur les sociétés commerciales*, Joubert, 1843, n° 442 ; Jean-Marie PARDESSUS, *Cours de droit commercial*, 5^e éd., t. 4, Nève, 1841, n° 980 ; TROPLONG, *op. cit.*(note 6), n°s 181, 182 et 724 ; BALLOT, *op. cit.*(note 11), p. 118 et suiv.

¹³ 二系統の鉄道路線の敷設を会社の目的として定款中に掲げ設立された鉄道会社において、計画を変更してうち一方の敷設を断念することの決議が、会社の目的の許されない変更か否かが争われた事案について以下の判決を参照。Paris, 26 avr. 1850, *S.*, 1850. 2. 329 ; Cass., 14 fév. 1853, *D.*, 1853. 1. 44 ; *S.*, 1853. 1. 424 ; Orléans, 20 juill. 1853, *S.*, 1853. 2. 485 ; Cass., 17 avr. 1855, *S.*, 1855. 1. 652 ; *D.*, 1855. 1. 213.

¹⁴ Conclusions de l'avocat général HÉMAR sous Paris 19 avr. 1875, *D.*, 1875. 2. 165 et suiv.

¹⁵ LEFEBVRE-TEILLARD, *op. cit.*(note 3), p. 391. その実例として、「株主総会は・・・将来ありうる定款変更、ならびに、とくに会社資本の増加および会社の存続期間の延長について決議する。」という定款条項が、note 13 で挙げた判決の当事者たる会社 (1845年設立) におい

定款条項が普及したことは、そこで列挙されている管理の範囲内での定款変更ならびに資本の額および会社の存続期間の定めについては、株主全員の同意でなく株主総会の多数決に委ねるのが、株式会社にとって適切な規則であることが実務において認識されたということの意味している。

第三款 学説の態度

そのように、実務においては資本の額の変更を含む定款変更は原則として株主全員の同意を要するというを前提に、1840年代までに特に資本の額の変更を指示して株主総会の多数決に委ねる条項を挿入するように発展した。

他方、学説においては、株式会社にとって多数決がむしろ妥当であることについて明確に主張するものはみられない。商法典時代の著作においては、原則が民法典 1134 条の定める株主全員の同意であること、ただし別段の約定により多数決を採用することができること

て採用されていた (*D.*, 1853. 1. 45-46 を参照)。

資本の額の定めが会社にとって本質的条項であることを判示する裁判例として、Toulouse, 16 juill. 1825, reproduit dans DALLOZ, *op. cit.*(note 10) ; Paris, 18 mars 1862, *S.*, 1862. 2. 161 のほか、1867年7月24日の法律後の判決であるが、Lyon, 9 janv. 1870, *S.*, 1870. 2. 235 がある。これらの事案において、当事者たる会社がとった資本増加の手法は新株の発行ではなく、発行済株式一株あたりの出資義務額を引き上げる方法（「資金招請」[appel de fonds]）であった。これはアンシアン・レジーム期に人的会社において行われていた資本増加の方法の転用であった (Henri LÉVY-BRUHL, *Histoire juridique des sociétés de commerce en France au XVII^e et XVIII^e siècles*, Les éditions Domat-Montchrestien, 1938, p. 238 et suiv.)。

資金招請による資本増加は株主にとっては義務を加重させるものであるから、株式会社が株主の有限責任を本質的要素とすることに照らしても、定款により明示的に許されているときはさておき（その場合は株主の同意が擬制される）、多数決に少数派株主が拘束されるという結論は受け入れがたい。多数決による資金招請の決議が反対株主を拘束することを否定した上記の判決にはそうした配慮があったものと推測される。ただし、1807年商法典以前の事案であるが、全社員が有限責任の「株主」である会社において、取締役会が決定し株主総会が承認した資金招請による資本増加に関して、総会に参加しなかった株主の同意を諸々の事情から認定することによって、この株主が総会の決議に拘束されると結論した裁判例がある (Nîmes, 3 fructidor an XII(21 août 1804), *S.*, 1804. 2. 549)。

もっとも、設立許可主義のもとで株式会社の定款の承認権限を有し、したがって定款の変更にも許可を与える政府は、会社内部でひそかに行われうる資金招請による資本の増加を好ましく思わなかった。そのため株式会社においては資本増加の方法としての資金招請は廃れ、新株の発行の方法によることが通常となった (LEFEBVRE-TEILLARD, *op. cit.*(note 3), p. 239 et suiv.)。加えて、先に示したような資本の額の変更を総会に許す定款条項の普及が貢献したものと推測されるが、新株発行の方法による資本増加の適否が争われた裁判例はみあたらない。

を指摘するにとどまるものも多い¹⁶。政府の監督もあって、先に述べたような定款変更を株主総会に授権する定款条項が挿入されていることが株式会社では通常であり、実務上の問題はほとんど解決されていたから、契約法の原則を指摘し、あとは定款自治に任せておくだけでもよかったのかもしれない。

しかし、そうであればこそ、設立許可主義が廃止され、政府とは無関係に多数の株式会社が設立されるようになった際には、定款変更の決定に関する株主総会の権限を法律上明らかにする必要が高まることになるだろう¹⁷。定款変更の決定権限を株主総会に付与する定款条項をもうけないまま設立されてしまう株式会社が出現することが、準則主義のもとでは避けられないからである。

第二節 1867年7月24日の法律のもとにおける展開

第一款 1867年7月24日の法律31条の意義：商法典のもとの成果は引き継がれたか

(1) 立法者による1867年7月24日の法律31条の理解

すでにみたように、1807年商法典のもとで、株式会社では定款変更の決定は株主総会の多数決に委ねることが適切であることが、少なくとも実務において発見されるに至っていたのだった。この成果を、1867年7月24日の法律の立法者もまた把握していたようである。

すなわち、同法律31条は「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」と規定したのであるが、立法者によればこの法文の趣旨は、資本の半分を代表する株主から構成される総会すなわち「特別総会」に、定款による授権を待つまでもなく、定款変更を決議する権限を当然に付与するというものであった。その理由は、定款の変更は「原則を厳格に適用するのであれば、株主の全員一致の

¹⁶ 会社が定款変更を決定するには、株主（社員）全員の同意を必要とすることを原則とすることを述べるのは以下の文献である。François MALEPEYRE et Charles JOURDAIN, *Traité des sociétés commerciales*, Mansut fils, 1833, p. 226 ; PARDESSUS, *op. cit.*(note 12), n° 980 ; TROPLONG, *op. cit.*(note 6), n° 724 ; Claude Alphonse DELANGLE, *op. cit.*(note 12), n° 442 ; MOLINIER, *op. cit.*(note 10), n° 439 ; L. CABANTOUS, note sous Cass., 14 fév. 1853, *Le journal du palais*, 1854. 1. 459 ; Jassuda BÉDARRIDE, *Droit commercial. Commentaire du code de commerce*, Durand, 1857, t. 1, n° 288 ; BALLOT, *op. cit.*(note 11), p. 111 et suiv. ; DALLOZ, *op. cit.*(note 10), p. 353 et suiv., v° société, n° 1552.

とくに最初期の著作においては、商法典に規定がない株主総会に関する記述自体がまったく存在しないこともあった。

¹⁷ このことを指摘するのは、J. ALAUZET, *Commentaire du Code de commerce et de la législation commerciale*, 2^e éd., Cosse Marchal et Cie, 1868, t. 1, n° 542, p. 786 et suiv. である。

同意が必要」であるが、「この厳格さは不可能に直面するであろうから、現実の必要のために譲歩しなければならない」からだと立法者は説明する¹⁸。法律上当然に定款変更の決定権限を株主総会に認めるこのような立場は、1807年商法典のもとでは生じなかったものである。

(2) 立法者の見解に対する学説の反発

しかしながら、立法者の示したこのような解釈は、学説の多数の賛成を得ることはなかったのである¹⁹。多数説はその理由の一つとして、同条の沿革を掲げる。有限責任会社 (société

¹⁸ Rapport par MATHIEU, présenté à la séance du 3 mai 1867 au Corps législatif, reproduit dans Auguste MATHIEU et Auguste BOURGUIGNAT, *Commentaire de la loi sur les sociétés du 24-29 Juillet 1867*, Cosse, Marchal et Cie, 1868, p. 366 ; Hippolyte Féréol RIVIÈRE, *Commentaire de la loi du 24 juillet 1867 sur les sociétés, suivi d'un appendice contenant les documents législatifs*, A. Marescq Ainé, 1868, p. 583.

立法者のこの見解を支持した文献には以下のものがある。MATHIEU et BOURGUIGNAT, *ibid.*, n° 202 ; RIVIÈRE, *ibid.*, nos 229 et 230 ; J. ALAUZET, *op. cit.*(note 17) n° 542, p. 787 ; Jassuda BÉDARRIDE, *Commentaire de la Loi du 24 Juillet 1867 sur les Sociétés En Commandite par Actions, Anonymes et Coopératives*, Durand et Pedone Lauriel, Achille Makaïre, 1871, t. 2, n° 4 ; Charles LYON-CAEN et Louis RENAULT, *Précis de droit commercial : comprenant le commentaire du Code de commerce*, F. Pichon, 1884, t. 1, n° 491, p. 272 et suiv. (ただし後に株主全員の同意を要求する立場へ改説 [Charles LYON-CAEN et Louis RENAULT, *Traité de droit commercial*, 2^e éd., Librairie Cotillon, 1892, n° 864]) .

¹⁹ 1867年7月24日の法律31条の積極的な解釈を否定し、1867年法律のもとにおいても株主全員の同意が原則であるとしたのは以下の文献である。Conclusions de l'avocat général HÉMAR sous Paris 19 avr. 1875, *D.*, 1875. 2. 165 et suiv. ; Auguste VAVASSEUR, *Traité des sociétés civiles et commerciales*, 2^e éd., Marchal Billiard et Cie, 1878, t. 1, n° 167 et t. 2, n° 908 ; Léon LYON-CAEN, Du droit de modifier les statuts. Des sociétés par actions et de la limite du pouvoir des Assemblées générales, *Journal des sociétés*, 1880, p. 277, nos 2 et 3 ; Charles HOUPIN, Organisation, compétence et pouvoirs des assemblées générales extraordinaires(Art. 31, loi du 24 juillet 1867), *Journal des sociétés*, 1880, p. 543 et suiv. et *Traité théorique et pratique des sociétés par actions françaises et étrangères et des sociétés d'assurances*, Administration du Journal des notaires et des avocats, 1889, t. 1, nos 523, 524 et 529 ; LABBÉ, note sous Cass., 27 juin 1881, *S.*, 1881. 1. 441 ; Paul PONT, *Traité des sociétés civiles et commerciales*, 2^e éd., Delamotte fils et Cie, 1884, t. 7 bis, n° 1688 ; Auguste LAURIN, *Cours élémentaire de droit commercial*, 3^e éd., L. Larose et Forcel, 1890, nos 363 et 411 et p. 211, note 2 ; A. BOISTEL, note sous Paris, 6 fév. 1891, *D.* 1892. 2. 385 ; H. PASCAUD, Les assemblées générales extraordinaires d'actionnaires dans les sociétés anonymes, *Revue des sociétés*, 1895, p. 569 ; Charles LYON-CAEN et Louis RENAULT, *Traité de droit commercial*, 3^e éd, F. Pichon, 1900, t. 2, n° 864 ; Charles LYON-CAEN, note sous Cass., 30 mai 1892, *S.*, 1892. 1. 257 et note sous Cass., 16 juill. 1901, *S.*, 1902. 1.

à responsabilité limitée) ²⁰に関する 1863 年 5 月 23 日の法律の 14 条には、1867 年法律 31 条と同一の文言の規定が存在し、1867 年法律 31 条はこれを書き写したものである。その 1863 年法律の立法者による同条の解説は、決議する事項の重要性に応じて株主総会の決議要件を区別すべきことを述べるにとどまっていた²¹。すでにみたように、1807 年商法典のもとでは定款変更について原則として株主全員の同意を要することには異論がなかったのであり、1863 年法律の立法者が同法律 14 条についてこの原則を転換するという立場をとっていたならばそのことに言及しなかったはずがないといわれる²²。

また、法文の文理解釈としても、「・・・でなければ・・・でない」(ne... que...) という表現は、権限を積極的に付与するという趣旨とは読みにくいことも指摘された²³。仮に 1867 年法律の立法者が、株主総会の多数決に定款変更の決定を委ねようという自身の意図を実現しようとするならば、単に 1863 年法律の文言を書き写すのではなく、より直接に、株主特別総会に明確に権限を付与する法文を起草するべきであったということになる。1867 年法律 31 条によって株主特別総会に法律上当然の定款変更決定権限が生じることを否定する立場にしたがえば、同条の趣旨は定款変更の決定を株主総会に許す定款条項が存在することを前提として、定款によっても緩和することのできない定足数の下限を定めたにとどまる。したがってなおも民法典 1134 条の適用は妨げられず、1867 年 7 月 24 日の法律のもとでも、株主全員の同意が定款変更原則として求められる要件である、と多数説は論じる。

第二款 株主特別総会の権限を明らかにしようとする各所の動向—1892 年 5 月 30 日の破毀院判決以前

257 ; DU FRESNAY, *Des pouvoirs des assemblées générales d'actionnaires en matière de modifications de statuts*, A. Chevalier-Marescq et Cie, 1902, p. 19 et suiv..

²⁰ 1925 年 3 月 7 日の法律により創設され現存する制度である「有限会社」とフランス語において同じ名称であるが、まったく別個の制度である。1863 年法律により設けられた「有限責任会社」は、株式会社の設立許可主義を緩和する過程で、資本の額が 2000 万フランを超えない会社について先行して設立の許可を不要としたというのが実体である。すべての株式会社について設立を自由化した 1867 年 7 月 24 日の法律は、1863 年法律に基づき設立された有限責任会社が定款変更によって 1867 年 7 月 24 日の法律による株式会社となることを認めている (同法律 47 条)。

²¹ Rapport par DU MIRAL fait à la séance du Corps législatif du 28 avril 1863, reproduit dans Louis TRIPIER, *Commentaire sur la loi du 23 mai 1863 sur les sociétés à responsabilité limitée*, Mme Mayer-Odin, 1863, p. 37 et suiv..

²² Conclusions de l'avocat général HÉMAR sous Paris 19 avr. 1875, *D.*, 1875. 2. 165.

²³ Edmond Eugène THALLER, note sous Cass., 30 mai 1892, *D.*, 1893. 1. 105 ; Gabriel BOURCART, *De l'organisation et des pouvoirs des assemblées générales dans les sociétés par actions notamment au point de vue des modifications à apporter aux statuts*, Librairie générale de droit et jurisprudence, 1905, n^{os} 50 et 51, p. 201.

(1) 立法者の動向

そのように、1867年7月24日の法律の制定のみによっては、株主特別総会の権限の範囲は明らかにならなかった。それでも、株式会社において株主全員の同意を得ることが不可能なのは現実であり、資本の相当部分を代表する株主の総会における多数決を採用することが適切であるという認識は広く共有されていた。1867年法律31条について、定足数の下限を定める規定にすぎないという立場を採用する論者であっても、株主特別総会に対して当然に定款変更の決定権限を認める反対の立場の結論の妥当性は承認していたのである²⁴。1867年法律のもとにおける株式会社の実際の定款も、少なくとも包括的文言により定款変更の決定を株主総会に許す条項を備えていることがほとんどであった²⁵。そうした前提が存在したところ、法律によって定款変更を決議する権限を株主総会に対して付与するための法改正の必要が改めて問われ、実際に動きが見られ始めたのは1880年代においてのことであった。

まず、立法者の動きとしては、1884年に政府から元老院(Sénat)へ提出された法律案の中に株主総会の定款変更権限にふれる条文があった。政府が提案した当該法文の文言においては、株主特別総会は会社契約にとってとくに重要度の高い定款条項を除き、定款を変更する権限を有するものとされていた²⁶。これは限定付きとはいえ、株主特別総会の権限を明

²⁴ Charles HOUPIN, note sous Paris, 14 mars 1884, *Journal des sociétés*, 1885, p. 441 ; LYON-CAEN et RENAULT, *Traité*, 2^e éd., *op. cit.*(note 18), n° 864.

²⁵ LYON-CAEN et RENAULT, *Traité*, 2^e éd., *op. cit.*(note 18), n°s 864 et 865 ; Albert WAHL, Pouvoirs des assemblées générales extraordinaires au point de vue de la modification des statuts, *Journal des sociétés*, 1900, p. 193, 241, 289, 337, 385 et 481, n° 108.

²⁶ Travaux de la commission extra-parlementaire, *Revue des sociétés*, 1883, p. 136. 提案されていたのは以下のような規定であった(下線筆者)。

第23条

①定款中に挿入された明文による別段の定めがないかぎり、株主総会は以下の事項を行ない得ない：

- 1° 会社資本の額を増加させまたは減少させること；
- 2° 会社の存続期間を延長しまたは短縮すること；
- 3° 解散を義務づける資本欠損の割合の変更；
- 4° 他の会社との合併を決定すること；
- 5° 利益の分配の方式を変更すること。

②いかなる場合においても、株主総会は会社の本質的目的を変更することはできない。

立法理由の説明によれば、この条文は、すでに判例法が採用していた本質的条項と副次的条項との区別を前提に、1867年法律31条によって株主特別総会は後者については当然に変更することのできる権限を与えられているが、前者については定款の明示の授権を必要とするという立場を採用したものであるという(Exposé des motifs, *Revue des sociétés*, 1884, p. 106, 204 et suiv., notamm. p. 205 et suiv.)。

らかにするうえでは確かな進歩である。しかしながら、元老院はこの案に「株主総会は、定款によりそれを許されているときは、会社の定款を変更することができる」という新たな項を挿入することによって、株主全員の同意を要求する伝統的な原則に立ち戻ることを決定した²⁷。この1884年の法律案については破毀院も独自に検討を加えており、元老院による修正後の案の方を「適切かつ法律に適う」と評している²⁸。この時点において、契約法の要請である全員一致の原則を弁護する立場が、裁判所においても依然として強かったことがうかがえる。もっともこの法律案は、可決されるには至らなかった。

(2) 民間における動向

もう一つの動きは民間のものである。1889年にパリで開催された、株式による会社についての国際会議（*Congrès international des sociétés par actions*）²⁹に提出された論点の一つは、「株主総会はどのような変更を定款にもたらすことが可能であるべきか（会社の目的、会社資本の減少などはどうか）」というものであった³⁰。この問いの建て方自体に、株主全員の同意を要求する原則がもはや適当でないと考えられていたことをうかがうことができる。

会議の決議に諮られたこの論題に対する回答は、当初の案が「株主総会は定款に変更をもたらすことができる。ただしこの変更が、会社の目的、資本の額、総会への出席の方法といった会社の本質的条件に触れない場合にかぎる」（下線筆者）というものであったが³¹、ここで列挙された事項が会社の本質にあたるものとするのが妥当であるか否かについては会議において意見がまとまらなかったことから、「株主総会は別段の規定がないかぎり定款に変更をもたらすことができる。ただし会社の本質的目的を変更することはできない」という修正案が代わりに決議されることとなった³²。この修正案の文言は、ベルギーの1873年5月18日の法律59条2項の文言をそのまま書き写したものであった。

いずれにせよ、この国際会議の決議の文言においては、株主全員の同意はもはや絶対のものではなくなっている。

(3) 裁判例の動向

最後に、同時期までの裁判例の動向を検討すると、つぎにみる1892年5月30日の判決により破毀院が立場を明確にする以前においては、裁判所が下す判決は不安定であった。すなわち一方では、株主総会が定款変更を決議するためには定款による授權が必要であるこ

²⁷ Rapport par BOZÉRIAN, *Revue des sociétés*, 1884, p. 754.

²⁸ Rapport par MONOD, *Revue des sociétés*, 1886, p. 411 et suiv..

²⁹ この会議の全資料は、*Congrès international des sociétés par actions tenu à Paris du 12 au 17 août 1889: Compte-rendu sténographique*, Arthur Rousseau, 1890に収められている。

³⁰ *Ibid.*, p. 17.

³¹ *Ibid.*, p. 23.

³² *Ibid.*, p. 29. 「本質的条項」をめぐる理解の不一致によるこの修正の理由について、会議の場でのLYON-CAENの説明を参照（*Ibid.*, p. 139 et suiv.）。

とを明言する判決があり³³、他方では、会社の定款においてどのような条項が設けられているかに言及することなく、第三者の権利を害さないかぎり総会は万能であると判示する判決もあった³⁴。これら両極端の判決の間には、1867年法律31条の解釈については明示的でない多数の判決が存在した。定款変更を株主特別総会に許す定款条項がたいていの会社において存在していたことが、裁判所が立場を明らかにする必要性を生じさせなかったのかもしれない。もっとも、当時の学説の一般的な理解にしたがえば、裁判所は株主総会には当然に定款変更を決議する権限があるとは考えていなかったと説明される³⁵。

³³ Paris, 19 avr. 1875, *D.*, 1875. 2. 161, *S.*, 1875. 2. 113 ; Paris, 30 juill. 1891, *Revue des sociétés*, 1892, p. 72.

³⁴ Paris, 13 mars 1884, *Revue des sociétés*, 1884. p. 359 ; *D.*, 1885. 2. 14 ; *Journal des sociétés*, 1885, p. 441. (「定款中の明白な記載によって禁止されていないかぎり、適法に総会へ集結し、その全能の権限をもって議決する株主たちは、第三者の権利を害さない範囲において、会社資本を増加し、または減少するための・・・あらゆる決議をなす権利を有する」と判示。 ; Paris, 13 janv. 1885, *Revue des sociétés*, 1885, p. 330 ; *D.*, 1885. 2. 184. (「すべての株式会社において、定款中に記載された別段の禁止がないかぎり、かつ第三者の権利を害さない範囲において、株主総会における株主たちは会社資本を増加しまたは減少させる権利、そして会社契約にその他のあらゆる変更をもたらす権利を有する」と判示〔下線は筆者〕)。これら二つの判決の当事者となった会社は、いずれも定款変更一般を株主総会の多数決に委ねる旨の定款条項を備えていた会社であって、裁判所はその定款条項に依拠して、株主特別総会の定款変更権限を肯定する結論を導くこともできたのにそうしなかった。1867年法律31条を、定款によっても緩和することのできない定足数の下限を定めたにすぎないと解する多数説からは、Paris 控訴院のこれらの判決は批判の対象となる (HOUPIN, note, sous Paris, 13 mars 1884, *Journal des sociétés*, 1885, p. 441 et 1893, p. 31 ; VAVASSEUR, note sous Paris, 13 mars 1884, *Revue des sociétés*, 1885, p. 360 ; note sous Paris 15 mars 1890, *S.*, 1891. 2. 105. 反対に破毀院判決に賛成するのは、Paul BOURGEOIS, *Du droit pour la majorité de réduire ou d'augmenter le capital social dans les sociétés qui se sont réservé la faculté de modifier leurs statuts*, *Journal des sociétés*, 1888, p. 46 et suiv.である)。なお1888年のBordeaux控訴院の判決においては、包括的文言により定款変更を特別総会に許す定款条項の意義を広く解釈することによって(資本増加が許されるとした)、Paris控訴院の上のふたつの判決と同様の結論が導かれている (Bordeaux, 25 janv. 1888, *Revue des sociétés*, 1888, p. 317 et note.)。

³⁵ そのような裁判例に属するものとされるのは以下の判決である。Paris, 1^{er} août 1868, *D.*, 1868. 2. 65 ; Lyon, 9 janv. 1870, *S.*, 1870. 2. 235 ; Cass., 21 juin 1881, *S.*, 85. 1. 107 ; Cass., 14 janv. 1885, *S.*, 85. 1. 159 ; Besançon, 29 juill. 1889, *S.*, 1891. 2. 107 ; Douai, 30 déc. 1891, *S.*, 1892. 2. 317 ; Bourges, 6. avr. 1892, *S.*, 1893. 2. 213(motifs)。

これに対して、後述する1892年5月30日の破毀院判決後には、この1892年判決が下されるまでは明示的ではなかったものの判例法は一貫して会社契約の本質に触れないかぎり1867年法律31条の株主特別総会に定款を変更する権限があることを肯定していた、という見方も唱えられた (PASCAUD, *op. cit.*(note 19), *Revue des sociétés*, 1895, p. 570 et

第三款 1892年5月30日の破毀院判決による飛躍

(1) 判例の立場の明確化

結局、1890年代を迎えた時点において、新株の発行による資本増加を含む定款変更に求められる要件としての株主全員の同意を株主総会における多数決で置き換えることが望ましいという理解は共有されていたものの、実際に立法による最終的解決が行われることはないままに裁判所および学説ともに議論だけが続くという状況に陥っていた。このような「うんざりするような論争をこれっきり仕舞にしたいという願いにおそらく応じた配慮」³⁶を示そうとしたのか、破毀院は1892年5月30日の判決³⁷によって、1867年7月24日の法律31条の解釈をついに判示するに至った。

すなわち、「1867年7月24日の法律31条にしたがい構築された株主総会は定款変更について絶対の権限をもって決議する」と破毀院は述べ、ここに定款による授権を待たない、法律上当然の定款変更権限を株主特別総会は備えていることが肯定されたのである。ただし、この株主総会の定款変更権限は会社の本質的基礎の変更にはやはり及ばず、その変更にはなおも株主全員の同意が必要であるという限定が、翌1893年の別の判決で明らかにされた³⁸。

株主特別総会は会社の本質的基礎に触れないかぎり当然に定款変更を決議する権限を有する、というこの破毀院の立場はその後にも繰り返し確認され、下級審裁判所もこれにしたがった³⁹。これにより判例においては、少なくとも会社の本質的基礎にあたらぬ定款条項については、資本の2分の1を代表する総会は定款による授権を待たずとも変更を決議する

sui. ; BOURCART, *op. cit.*(note 23), n° 54, p. 206 et suiv.)。

³⁶ THALLER, note sous Cass., 30 mai 1892, *D.*, 1893. 1. 106.

³⁷ 資本増加ではなく減資の事案であったが、株主特別総会における多数決による資本の額の定めの変更が破毀院によってこの時肯定されたのである（このことは破毀院にとって会社資本の額の定めは本質的基礎を定める条項には該当しないということを前提としている）。Cass., 30 mai 1892, *S.* 1892. 1. 561 ; *Revue des sociétés*, 1892, p. 390 ; *Journal des sociétés*, 1892, p. 405 ; *D.* 1893. 1. 105 ; *Annales de droit commercial*, 1893, p. 81. 破毀院は1894年にも同じ立場を再度示している。Cass., 29 janv. 1894, *S.*, 1894. 1. 169 et *D.*, 1894. 1. 313. を参照。

³⁸ Cass., 31 oct. 1893, *S.*, 1894. 1. 12.

³⁹ 1892年の破毀院判決にしたがった裁判例には以下のものがある。Cass., 18 juill. 1894, *S.*, 1894. 1. 409 ; Cass., 26 nov. 1894, *S.*, 1895. 1. 133 et *Journal des sociétés*, 1895. p. 199 ; Cass., 14 mai 1895, *S.*, 1899. 1. 397 et *Journal des sociétés*, 1895, p. 312 ; Paris, 29 déc. 1897, *S.*, 1899. 2. 111 et *Journal des sociétés*, 1898, p. 113 ; Cass., 29 mars 1898, *Journal des sociétés*, 1898, p. 308 ; Cass., 18 oct. 1899, *S.*, 1901. 1. 81 et *Journal des sociétés*, 1900, p. 13 ; Paris, 30 nov. 1899, *Journal des sociétés*, 1901, p. 197 ; Trib. comm. Seine, 22 mars 1900, *Journal des sociétés*, 1901, p. 119 ; Orléans, 9 janv. 1901, *Journal des sociétés*, 1901, p. 356 ; Cass., 16 juill. 1901, *Pandectes françaises*, 1902. 1. 145 ; Cass., 29 oct. 1902, *Pandectes française*, 1904. 1. 128.

権限を有することが承認された。

(2) 学説における多数説の交替と残された問題

これに応じるように学説の多数派も上記 1892 年 5 月 30 日の破毀院判決後に交代し、定款による授権がなくとも株主特別総会は 1867 年 7 月 24 日の法律 31 条により当然の定款変更決定権限を有するという見解が主流となった⁴⁰。

しかし、会社の本質的基礎にあたる定款条項とは何かという問いは、いまだ解決されないまま残された。この点についての見解はなおも論者によりばらばらであったことに加え、ある定款条項がその会社にとって本質的であるか否かは、最終的には定款を解釈する事実審裁判官が判断すべき事項であったから、ある定款変更が許されるものか否かが予測できないという状況は 1892 年の破毀院判決の以後にも続いたのだった⁴¹。

こうして、立法による問題の終局的解決がいよいよ必要となったのである。

第四款 立法者による法改正の取組み

(1) 1893 年の法律案における 1867 年 7 月 24 日の法律 31 条の改正案

上述の破毀院の 1892 年 5 月 30 日の判決に呼応してか、それから間もなく立法者も株主特別総会の権限を明らかにするための法改正を試みたことがあった⁴²。もっともこの提案は

⁴⁰ 以下の文献が株主特別総会に当然に定款変更の権限を認める見解をとる。BOURGOIS, *op. cit.*(note 34), p. 46 et suiv. ; THALLER, note sous Cass., 30 mai 1892, *D.*, 1893. 1. 105 et *Traité élémentaire de droit commercial*, A. Rousseau, 1898, n° 571 ; Albert WAHL, *Étude sur augmentation de capital, Annales de droit commercial français, étranger et international*, 1893, II, p. 81, 161, 273, 361, et 1894, II, p. 14, 98 et 186, nos 18, 27, et Pouvoirs des assemblées générales extraordinaires au point de vue de la modification des statuts, *op. cit.*(note 25), n° 15 ; DESJARDINS, conclusions sous Cass., 29 janv. 1894, *D.*, 1894. 1. 313 ; Léon LACOUR, note sous Cass., 29 janv. 1894, *D.*, 1894. 1. 313 ; C. CLÉMENT, *Des pouvoirs des assemblées générales d'actionnaires dans les sociétés anonymes relativement aux modifications du pacte social*, Le Bigot frères, 1897, n° 30 et suiv. ; Ar. BOUVIER-BANGILLON, note sous Cass., 16 juill. 1901, *Pandectes françaises*, 1902. 1. 145.

これに対し、1892 年判決後も株主全員の同意を原則とする見解を唱えたのは以下の文献である。Charles LYON-CAEN, note sous Cass., 30 mai 1892, *S.*, 1892. 1. 257 et note sous Cass., 16 juill. 1901, *S.*, 1902. 1. 257 ; PASCAUD, *op. cit.*(note 19), *Revue des sociétés*, 1895, p. 569 ; Charles HOUPIN, *Traité*, 3^e éd., Administration du Journal des notaires et des avocats, 1899, t. 2, n° 907 et suiv. ; LYON-CAEN et RENAULT, *Traité*, 3^e éd, *op. cit.*(note 19), t. 2, n° 864 ; Du FRESNAY, *op. cit.*(note 19), p. 19 et suiv..

⁴¹ この時期に株主特別総会の権限の範囲を明らかにすることを試みた論考として、たとえば WAHL, *op. cit.*(note 25)が詳しい。

⁴² それは後に 1893 年 8 月 1 日の法律として成立する法律案の審議の過程において、議員の一人からなされた提案であった。この提案について元老院の議事録は、*Journal officiel, Débat parlementaires, Sénat* du 4 juill. 1893, séance du 3 juill. 1893, p. 1026 et suiv.を

議会において退けられ、実際に立法による解決が実現するのは 20 世紀を待たなければならなかった。

(2) 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 日の法律による間接的な解決

各種の定款条項のうち資本の額の定めについては、少なくとも 1892 年 5 月 30 日の破毀院判決に賛同する論者の間においては、株主全員の同意を要する本質的基礎にはあたらないというのがほぼ一致した見方であった⁴³。株主特別総会の権限の明確化に貢献した最初の立法である、1902 年 12 月 10 日および 1903 年 11 月 16 日の法律はこの文脈で理解しなければならない。

これら二つの法律は優先株式に関するもので、前者は商法典 34 条を改正したもの、後者

参照。

提案は、1867 年 7 月 24 日の法律 31 条をつぎのような規定に置きかえるものであった(下線筆者)。

株主総会は会社に関わる諸行為をなし、または追認するための最大限拡張された権限を有する。

株主総会は定款中に挿入された別段の規定のないかぎり、第三者の権利を害さない範囲において、会社の本質的目的を変更するものでないあらゆる変更を定款にもたらしうることができる。

株主総会は、会社資本を増加または減少させ、会社の存続期間を延長または短縮し、他の会社との合併を決定し、解散を義務づける資本欠損の割合を変更することができる。

この提案を受けた同法律案の報告者 (rapporteur) は、判例において 1867 年 7 月 24 日の法律 31 条はすでに広い意味に解釈されていることを指摘し (上述の 1892 年 5 月 30 日の判決が前提となっている)、「31 条には何も手を加えず、この最高の権限をそのままにしておこうではありませんか」と述べてこれを退けた。しかし、破毀院の 1892 年判決の後においても、なおその変更株主全員の同意を必要とする会社の本質的基礎とは何であるか、という非常に困難な問題が生じたことを考慮すれば、上掲のような提案を採用するのは有益だったものと思われる。少なくとも、提案の第 3 項に列挙された定款変更については、株主特別総会に決定権限が存在することが明確化されたはずだからである。

⁴³ そのように解するのは以下の文献である。BOURGEOIS, *op. cit.*(note 34), *Journal des sociétés*, 1888, p. 54 et suiv. ; WAHL, *Étude aug. cap., op. cit.*(note 40), n° 18 et Pouv. ass. gén., *op. cit.*(note 25), n° 85 et suiv. ; CLÉMENT, *op. cit.*(note 41), n° 88 ; THALLER, *Traité élémentaire, op. cit.*(note 40), n° 573 ; BOURCART, *op. cit.*(note 23), n° 70, p. 248 et suiv.

反対に、1892 年 5 月 30 日の破毀院判決の後にも株主全員の同意を原則とする立場を維持するつぎの論者は、資本の額の定めを本質的条項とみる。LYON-CAEN et RENAULT, *Traité*, 3^e éd, *op. cit.*(note 19), t. 2, n° 867-5 ; HOUPIN, *Traité*, 3^e éd., *op. cit.*(note 40), nos 656, 657, 912 et suiv. ; DU FRESNAY, *op. cit.*(note 19), p. 47 et suiv.

は前者を補完したものであった⁴⁴。優先株式は 20 世紀初頭においてすでにイギリスその他の周辺国では一般的になっていたのであるが、フランスにおいては、優先株式が既定の利益の分配の方式を変更し、かつ株主間の平等を破るという 2 点において、会社契約の本質的基礎に触れるものと認識され、したがって株主全員の同意がなければ発行することができないものと解されていた⁴⁵。立法者の目的はこの状況を変化させ、フランスの株式会社に優先株式という有力な資金調達的手段を与えることであった。

1903 年 11 月 16 日の法律による修正を経た後の商法典 34 条はつぎのような規定となった。「すべての株式による会社は、1867 年 7 月 24 日の法律第 31 条により定められた条件において構築された株主総会の決議により、利益および会社資産またはそのいずれかに対する優先権を享受する優先株式を創設することができる。ただし定款が直接かつ明白な禁止によってこうした性質の株式の創設を阻んでいるときはこのかぎりでない」と規定する。この条文においては、株主総会が優先株式を発行することを決議できる方が原則となっており、「明白かつ直接の禁止⁴⁶」がなければ株主総会のこの権限は否定されないという転換が実施されている。

そこで重要なのは、この明文規定が導入されたことが株主特別総会の権限一般の理解に及ぼした影響である。例外は限定的に解釈しなければならないという法諺にしたがうならば、この規定が株主特別総会に認めたのは優先株式をもうけるという一点に限定されることとなる。実際、裁判例の中にはそのような解釈を示すものもあった⁴⁷。

しかしながら、学説の多数はより積極的な解釈を採用し、「優先株式の創設と同等またはそれ以下の重大性の定款変更」であれば、株主特別総会は定款により直接かつ明白に禁止さ

⁴⁴ 1902 年法律の立法者は、同法律がすでに設立されている会社に対しても遡及的に適用されるものと考えていた (*Rapport par GIRARD, Journal des sociétés, 1902, p. 383*)。しかし、遡及的効力を明文化しておかなかったために、同法律の制定から間もなく下された裁判例において遡及的効力が否定されたということがあった (*Trib. comm. Seine, 10 déc. 1902, Revue des sociétés, 1903, p. 118.*)。明文がないことから遡及的効力を否定した裁判所のこの結論は学説からも支持されている (*Note sous Trib. com. Seine, 10 déc. 1902, Revue des sociétés, 1903, p. 118 ; Jacques VAVASSEUR, Les actions de priorité et les sociétés anonymes antérieures à la loi du 9 juillet 1902, Revue des sociétés, 1903, p.135 ; Albert WAHL, Nouvelles observations sur la loi relative aux actions de priorité, Journal des sociétés, 1903, p. 52.*)。1903 年法律が 1902 年法律を補った事項の 1 つは、この遡及的効力であった。

⁴⁵ Charles HOUPIN, *Des actions de priorité, Journal des sociétés, 1899, p. 49 et 97.*

⁴⁶ 1902 年法律による改正後の商法典 34 条 2 項の文言においては、株主特別総会から優先株式を創設する権限は単に「定款の別段の規定がないかぎり」で存在するものであった。上掲 (note 44) の Seine 商事裁判所の判決においては、当事者たる会社の定款において、各株式が会社資産に対して割合的権利を与えるものであることが記載されていたことをもって、利益配当の方式を変更する結果となる優先株式の創設を禁じる定款の別段の規定にあたとされていた。

⁴⁷ *Trib. comm. Seine, 12 déc. 1912, Journal des sociétés, 1913, p. 168 et note.*

れていないかぎり決議することができる、と説明した⁴⁸。そして、優先株式の発行に当然ともなう資本の額の増加については、優先株式の創設と比べて重大性が論理的に当然低いものとして、株主特別総会の権限の範囲内に属することはもはや異論のないところとなった。すなわち新株の発行は1903年11月16日の法律をもって、株主特別総会における多数決により決定される事項となったのである。

(3) 1913年11月22日の法律による1867年7月24日の法律31条の改正

しかしながら、1903年11月16日の法律は商法典34条を改正したものであって、「特別総会」に関する1867年7月24日の法律31条はなおも制定時と変わらない文言のままであった。資本増加以外の類型の定款変更に関しては、がなおも問われるのだった。1902年および1903年の法律の制定により、それ以前よりも株主特別総会が決定できる定款変更の範囲は広がったという理解は一般的となったものの、「何が優先株式の創設と同程度の重大性をもつものに該当するのか」はなおも不明確なまま残った⁴⁹。この課題を解決するために、

⁴⁸ この定式を採用する文献には以下のものがある。Jean PERCEROU, *Du pouvoir de l'assemblée générale extraordinaire dans les sociétés par actions à l'effet de modifier les statuts, envisagé spécialement au point de vue de la loi du 16 novembre 1903 sur les actions de priorité*, *Journal des sociétés*, 1907, p. 60 ; LYON-CAEN et RENAULT, *Traité*, 4^e éd., Librairie générale de droit et de jurisprudence, 1909, t. 2, n° 865 ; Charles HOUPIN, *Journal des sociétés*, 1908, p. 14(note 1), 1909, p. 195, 1911, p. 100 et p. 275 et *Traité théorique et pratique des sociétés par actions françaises et étrangères et des sociétés d'assurances*, 4^e éd. 3^e tirage, Administration du Journal des notaires et des avocats, 1912, t. 2, n° 907 bis ; THALLER, *Traité élémentaire de droit commercial*, 4^e éd., A. Rousseau, 1910, t. 1, n° 693. さらに、1913年11月22日の法律以後の文献であるが、Paul PIC, *Des assemblées générales extraordinaires*, *Revue des sociétés*, 1922, p. 351 ; Albert BOSVIEUX, *De la souveraineté de l'assemblée générale extraordinaire des sociétés par actions sous l'empire de la loi du 1er mai 1930*, Thèse Paris, 1933, n° 8 も参照。

⁴⁹ 株主特別総会の権限を明らかにしようとする1903年法律以後の文献には以下のものがある。BOURCART, *op. cit.*(note 23) et *De l'influence de la loi du 16 novembre 1903 sur les pouvoirs des assemblées générales extraordinaires pour la modification des statuts*, *Journal des sociétés*, 1912, p. 97, 145, 193 et 240 ; Henri BOSVIEUX, *Pouvoirs de l'assemblée générale en matière de modifications des statuts*, *Journal des sociétés*, 1906, p. 436 ; PERCEROU, *op. cit.*(note 48), *Journal des sociétés* 1907, p. 5, 49 et 97 ; E. THALLER, *Des divers emplois possibles d'actions de priorité*, *Journal des sociétés*, 1912, p. 385. また以下の裁判例も参照。Aix, 18 novembre 1907, *Journal des sociétés*, 1909, p. 108 (瓦およびレンガ製造および赤土の採取を直接営むという目的を、その営業の賃貸により間接的に営むという目的に変更した株主総会の決議の有効性が肯定された) ; Trib. de Rochechouart, 28 mai 1909, *Journal des sociétés*, 1909, p. 461 (利益の分配の方式の変更につき株主特別総会の権限を肯定) ; Cass., 22 janv. 1912, *D.* 1912. 1. 145 (利益の分配の方式の変更につき株主特別総会の権限を否定) ; Trib. comm. Seine, 12 déc. 1912, *Journal*

より根本的に株主特別総会の権限を明らかにする法改正が必要であった。

実際には、1902年および1903年法律が制定されたのと同時期に、そのような法改正の動きが既に始まっていた。1903年に議会外の委員会が作成し議会に提出した法律案⁵⁰の中には、1867年法律31条を改正し「定款の別段の定めがないかぎり、後述する条件で決議する総会はあらゆる条項について定款を変更することができる・・・」とする内容を含んでいた⁵¹。この法律案は棚上げされ、議会に取り上げられることはなかったが、その10年後、1913年に、この1903年の法律案とほぼ同一の文言へと1867年7月24日の法律31条を改正しようとする法律案が提出されると、この時点でもはや結論は明らかであったからであろうか、両院のいずれにおいても審議なしに可決され、これが1913年11月22日の法律となった。この1913年法律により、少なくとも将来設立された株式会社においては⁵²、株主特別総会は定款のあらゆる条項を変更することができることが明らかにされたのである⁵³。こうして、1807年商法典から100年余りを経て、フランス株式会社法において定款変

des sociétés, 1913, p. 168 (発行済みの優先株式に付されていた償還請求権を、種類株主総会の承認を得て廃止した株主総会の決議が不適法とされた)。

⁵⁰ 法律案の内容、報告および立法理由説明は、*Journal des sociétés*, 1903, p. 173, 206 et 411 を参照。

⁵¹ *Journal des sociétés*, 1903, p. 177.

⁵² 1913年法律により改正された1867年法律31条は4つの項から構成されていたが(1項:株主特別総会が定款変更を決議することができること。2項:特別総会における一株一議決権原則の法定。3項:株主特別総会の定足数および多数決の条件。4項:一回目の招集により3項の定足数を満たすことができなかつた場合に再度招集を行う手続き)、1913年法律はその第4項についてのみ遡及的効力があるとした。このことから株主特別総会の権限を定める1項は、同法律の制定以前に設立された会社には適用されないと読むのが素直であるが、学説および裁判例は分かれた(1913年法律の遡及的効力をめぐる議論について、BOSVIEUX, *op. cit.*(note 48), n° 9 et suiv.を参照)。会社の設立の時を問わず株主特別総会に万能の定款変更権限が与えられたことに疑いがなくなったのは、1930年5月1日の法律により1867年法律31条がふたたび改正された時であった。

⁵³ ただし、会社の国籍の変更(会社の準拠法が変わる)および株主の義務の増大の二つはなお、株主特別総会といえども決議することはできず、株主全員の同意が必要なものとされた。定足数については、有限責任会社に関する1863年法律以来の資本の2分の1から引き上げられ、資本の4分の3に定められた。ただしこれは一回目の招集における定足数であり、二回目の招集においては資本の2分の1、三回目以降においては3分の1で足りるといような段階的定足数がこの改正のとき採用された。ただし、1913年法律がとくに重大と考えた定款変更の類型である会社の目的の変更と組織変更については、定足数は何度招集を重ねても資本の4分の3に固定される。また、多数決の条件は、それまで通常総会と共通の過半数の賛成であったところ(1867年法律28条1項)、この改正の際に通常総会と差別化され、現在と同じ3分の2以上の賛成を必要とすることになった。

ただし、現行法までに定足数については段階的に引き下げられている。フランスの立法者は、株主の多くが総会を欠席する傾向を理由として(たとえば、1913年法律が定めた一回

更に関する多数決の原則が確立された。この 1867 年 7 月 24 日の法律 31 条はその後数回の改正を経て、商事会社に関する 1966 年 7 月 24 日の法律 153 条に引き継がれた。この時、株主の優先引受権など特別な規制を受ける資本増加は定款変更一般とは独立した別個の章により取り扱われることとなり (178 条以下)、153 条とは別に 180 条が、「株主特別総会だけが・・・取締役会の報告書に基づき、資本増加を決定する権限を有する」(1 項) ことを明文化した。定款変更一般とは異なり、とくに取締役会の報告書が要求されるようになったのもこの時からである⁵⁴。この法文が本章の冒頭でも引用した現在の商法典 L. 225-129 条にあたるものである。

本章のまとめ

以上でみたように、フランス株式会社法は、本来は株主全員の同意を要した新株発行を含む定款変更を、株主総会における多数決に委ねることにした。このような原則の転換が行わ

目の招集における定足数を満たすことが事実上不可能になったことが 1953 年 2 月 25 日の法律による株主特別総会の定足数の引下げの理由となったことについて、Jean ESCARRA, *Cours de droit commercial*, nouv. éd., Sirey, 1952, n° 859 ; LECOMPTE et P. BOSVIEUX, *Commentaire des dispositions de la loi du 25 février 1953 concernant le statut juridique des sociétés par actions*, *Journal des sociétés*, 1953, p. 272 を参照)、定足数を段階的に引き下げることで、株主特別総会の開催を容易にしてきた。そうした法改正として、1953 年法律以降にも、1966 年 7 月 24 日の法律、1994 年 8 月 8 日の法律および 2005 年 7 月 26 日の法律があり、現在の法律においては、一回目の招集において資本の 4 分の 1、二回目以降において 5 分の 1 にまで引下げが実施されている。

⁵⁴ 1966 年 7 月 24 日の法律の適用デクレ (施行規則にあたる) である 1967 年 3 月 23 日のデクレ 154 条 (現行の商法典 R. 225-113 条に対応) は、提案されている資本増加の理由についてのあらゆる有用な記載のほか、進行中の事業年度 (前事業年度の計算書類がまだ株主総会により承認されていないときは、前事業年度) の初日以来の会社の業務の進捗についてのあらゆる有用な記載が、報告書に記載されるものとしている。具体的には、取締役会は、なぜほかの資金調達手段 (たとえば社債) ではなく資本増加の方法を選択するのかといった理由を明記しなければならないほか、株主総会が決定した資本増加が実行に移される時期の予定や条件も明らかにされるべきだとされる。優先引受権を有する株主は後に行われる資本増加に参加する可能性が高く、そうした事実が重要な意義をもつからである (Jean HÉMARD, François TERRÉ et Pierre MABILAT, *Sociétés commerciales*, Dalloz, 1972, t. 2, n° 401)。このような報告書を資本増加の場合にかぎって要求するのは、判断を下すことを求められる総会に対して十分な情報を提供しようとする立法者の配慮であった (Jean HÉMARD, François TERRÉ et Pierre MABILAT, *La Réforme des sociétés commerciales : décret n° 67-236 du 23 mars 1967 / commentaire analytique*, Dalloz, 1967, p. 132)。破毀院もこの報告書が株主特別総会の適切な判断に資することを期待している (Cass., com., 27 mai 1997, *JCP G*, 1997, 4, 1522)。

れたのは、それが株式会社において必要なことだったからである。実際、多数に上る株主全員の同意を得ることは不可能であるし、あらかじめ定款において、想定しうるありとあらゆる定款変更を列挙して株主総会に委ねておくことも現実的ではなかった。

株主総会による多数決の原則が採用される過程においては、取締役会に新株発行の決定を委ねることとの比較はなされていない。新株の発行が定款変更と同一の文脈で語られるフランス法においては、そのような議論はそもそも成立しえないものである。ただし、新株発行を実施に移すのは業務を執行する機関であり、そのような実施を許す権限委譲の取扱いが問題となる。これについては、本章の論述の対象となった 19 世紀から 20 世紀初頭における取締役会に対する権限委譲の様相も含め、第二部第一章において検討する。実際には、多数決の原則が無規制なままの権限委譲と組み合わせられてしまうところに、株主の保護という観点が生じたのである。

新株発行は株主特別総会が決定するという原則が導入されたのがこのような経緯であったことから、その当初においては、多数決が濫用されることへの対処策がとくに用意されることがなかった。しかし、新株発行というのは典型的に少数派の株主の犠牲のもとに多数派株主が利益を得ることが問題となりうる行為である。「多数決の濫用」(abus de majorité)の法理が判例において真に発展するのは 1960 年代以降のことであったが、同様の解決を必要とする事件は 20 世紀の前半、とくに第一次世界大戦をきっかけとするインフレを背景に株式会社における新株発行が大幅に増加した 1920 年代以降にしばしば発生した。この時点では複数議決権株式が無制限に許容されていたことも、特別な規制を課されていない多数決を一部の株主にとって危険なものにしていたのである。

そこで、多数決における衡平を確保するための施策がとくに求められることになる。一株一議決権原則の確立や複数議決権株式の制限の実施はその例である⁵⁵。これと並んで、とく

⁵⁵ 1807 年商法典の時代には、総会に出席し議決権を行使する権利を与えられるためには一定数の株式を保有する株主とならなければならないと定款で定められていることが珍しくなかった (LEFEBVRE-TEILLARD, *op. cit.*(note 3), p. 352 et suiv.)。このような慣行は 1867 年法律の制定後でも継続した。その一定数に満たない零細株主たちが団結して持株数要件を満たし、自分たちの代表者を総会に出席させ議決権を行使する権利が認められたのは、1893 年 8 月 1 日の法律の制定によってである (同法律による改正後の 1867 年 7 月 24 日の法律 27 条 1 項)。

優先株式に関する 1903 年 11 月 16 日の法律による改正後の商法典 34 条 3 項は、「定款に別段の定めがないかぎり、優先株式とその他の株式は総会において等しい議決権を有する」と規定していた。同法律が他国の優先株式を参考にした立法であったことから、本来は配当その他金銭的な権利において優先する代わりに議決権がない株式を設ける可能性をひらこうとした規定だったことが推測されるが、その文言は議決権において他の株式に優る株式も許容するものと解釈された (Charles HOUPIN, *Des actions de priorité (commentaire de la loi du 16 novembre 1903)*, *Journal des sociétés*, 1904, p. 185 et suiv.)。しかも 1 株あたりの議決権数に上限はないと理解され、会社の創業者が支配権を維持するために利用されることもあった。もっとも、株主特別総会においては、1913 年 11 月 16 日の法律以後、一株一議決権が強行法規として定められていた (同法律による改正後の 1867 年 7 月 24 日

に新株発行において既存株主に新株の優先引受権を付与することとしたのは、まさに濫用から少数派株主を保護するためであった。次章ではこの優先引受権について、フランス法がこれを法定するまでに至った背景と、その理論的な基礎とについて述べる。

の法律 31 条 2 項)。

このような複数議決権株式は、1930 年 4 月 26 日の法律によりまず将来に向けた創設を禁止された。さらに 1933 年 11 月 13 日の法律は一株一議決権原則を確立することによって既に存在していた複数議決権株式をも排除し、ただし、一定の条件のもとで二倍を限度とする複数議決権株式を設けることを許容した (Michel GERMAIN et Veronique MAGNIER, *Traité de droit des affaires*, t. 2, Les sociétés commerciales, 22^e éd., LGDJ, 2017, n° 2088)。今日までフランス法に残る二倍議決権 (vote double) 制度の由来である。

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

本章のはじめに

(1) 本章の対象

前章において株主全員の同意を本来必要とした新株の発行が20世紀の初頭に株主特別総会の権限であることが法律上定められるに至ったことをみたのに続いて(ただし、実務は法律に先行して、定款においてこの類型の定款変更を株主総会の決議に委ねていることが多かったのであるが)、続く本章では、1935年8月8日のデクレ・ロワによって最初に法定されることになる、既存株主の新株に対する優先引受権(*droit préférentiel de souscription*)を取り扱う。このデクレ・ロワが「資本増加における取締役会の権限濫用から株主を守る」ためと前書きされたことから、新株発行が多数決に委ねられた後に株主(とくに少数派株主)の利益を犠牲にするような態様の新株発行が問題として顕在化したことが分かる。株主総会が新株発行を決定するとしても、それだけでは株主利益の確保にはつながらなかったのである。

この問題への対応策としてフランスにおいて新株に対する優先引受権が選ばれたのには、この時期までにこの種の権利を既存株主に付与するという慣行が広く定着していたという経緯がある(1935年8月8日のデクレ・ロワの後、1943年3月4日の法律によりはじめて着手された取締役会に対する権限委譲の規制については第二部第一章で述べる)。そこでまずは先行した慣習の様相を含む優先引受権制度の法定の背景を明らかにする必要がある。

そうした経緯に加えて、この権利が理論的にどのように説明されてきたかを確認しなければならない。ここでは、日本法におけるのと同様、株主の金銭的な利益と、議決権比率に関する利益とが注目されるのであるが、これらの利益自体は優先引受権の十分条件たりうるものではないと結論され、反対に、優先引受権が法定されたことによって株主のこれらの利益が確保されたというのが実際であった。

(2) 本章の構成

現行法においても新株発行規制の中核となっているこの権利が、上場会社の需要を満たしながらもどのような意義を今日において有しているのかについては、本論文の最後にあたる第二部第二章において扱うこととし、本章では1935年にこの権利が法定されるに至った経緯(第一節)と、フランスにおいてこの権利の理論的な基礎がどのようにとらえてきたか(第二節)とを取り上げる。

なお、本章では「優先引受権」という語を1935年8月8日のデクレ・ロワにより法定された以降の法律上の権利を指して用い、それ以前に慣習として株主に対して(時に株主以外の者にも)付与されていた新株を引き受ける権利と区別する。

第一節 フランスにおける優先引受権の法定

第一款 1935年8月8日のデクレ・ロワ以前の状況

1. 実務における展開

(1) 20世紀初頭までの状況

フランスにおいて、発行される新株が既存株主に対して割り当てられた最初の実例は、ミシシッピ会社の名でも知られるインド会社（Compagnie des Indes）が1719年に行った資本増加であった¹。その後においてもいくつかの会社が行った新株発行に際して新株が既存株式を保有する者に留保された記録が残されているが²、このような実務が広くみられるよ

¹ インド会社の行ったこの資本増加については、Jeanne VANDAMME, *De la prime imposée aux souscripteurs d'action*, Thèse Paris, 1928, p. 15 et suiv.が詳しい。このほかにこの資本増加がフランスにおける最初の新株引受権の例であることを指摘する文献として以下のものを参照。Alfred JAUFFRET, *Du droit de souscrire par préférence à des actions nouvelles*, Thèse Aix, 1926, p. 5 et suiv. ; Alain COURET, *Le droit préférentiel de souscription de l'actionnaire*, Thèse Toulouse, 1978, n° 15, p. 24 ; Dominique GERRY, *Le droit préférentiel de souscription*, Thèse Paris II, 1981, p. 8 ; Renaud MORTIER, *Opérations sur capital social*, 2^e éd., LexisNexis, 2015, n° 324.

この資本増加を決定した1719年6月20日の王令（arrêt du Conseil du Roi）は、新株（「娘」株と呼ばれた）1株を引き受けるのに既存株式（「母」株）4株を保有することを要求した。インド会社の株式の額面は500リーブルであったが、引受人には550リーブルの払込みが要求され、これが発行プレミアム（prime d'émission ; 発行価額と額面の差額にあたる）の要求のフランスにおける最初の実例でもあった（MORTIER, *Ibid.*, n° 408）。

もっともこの時新株が既存株主に対して割り当てられることとなったことの狙いは、既存株主の利益の保護ではなく、インド会社の主宰者であったJohn LAWが、自身のシステムの要であったインド会社の株価を維持することであったとされる（JAUFFRET, *Ibid.*, p. 6）。理論的には、今日では周知のように、発行価額が株式の時価を下回るかぎり既存株式から新株への価値の流出が生じる結果株価は低下するはずであるから、株価維持のために新株発行が利用されるのは奇妙に思われる。しかしながら、当時、新株の値上がりを予想した公衆が新株を引き受けるために必要な既存株式を競って買い求めたことで、この目論見は実際に達成された。会社が新株を既存株主に対して留保すれば新株を引き受ける権利の分だけ既存株式の価値が上昇するかのようなこうした錯覚は投資家たちの中に、また学説においてすら、20世紀初頭まで存在していた（新株を引き受けることのできる権利が「これが付与された既存株式に対して・・・さらなる価値（plus value）を与える」と述べるAlbert WAHL, *De la cession du droit de souscrire par préférence aux actions émises en augmentation du capital*, *Journal des sociétés*, 1912, p. 338を参照）。現実に新株の引受権が果たす機能は、新株発行により生じる潜在的な値下がりを防ぐという消極的なものにとどまる。本文中で次に述べるように株式会社が資本増加を行うことが増えた1920年代にはこの幻は消滅し、ある会社が資本増加を行おうとしていることがアナウンスされると、株価が低下するという現象が生じるようになったとされる（JAUFFRET, *Ibid.*, p. 26 et suiv.）。

² 既存株式4株に対して新株1株を割り当てた割引金庫（Caisse d'escompte）の1783年

うになったのは、株式会社の設立許可主義が廃止され、その数が急速に増加し始めた 1867 年 7 月 24 日の法律の制定の後³、19 世紀後半のことであった。その背景は、同時期に設立され大きく成長した銀行が先駆けて新株を引き受ける権利を既存株主に留保したことが、一般の会社による模倣の対象となったというものであった⁴。

(2) 第一次世界大戦の影響—会社が行う新株発行の頻度の上昇および額面発行の拡大と、新株引受権を付与する慣習の一般化との関係

さらに第一次世界大戦の勃発後には、フランス国内に生じたインフレーション、対外的にはフラン安のために運転資金の確保にせまられた株式会社が新株発行による資本増加を行うことが増え、この時期に資本の額が 2 倍 3 倍となった会社も多く見られた⁵。加えてこの

の資本増加 (Robert BIGO, *La Caisse d'escompte(1776-1793)*, Thèse Paris, 1927, p. 85 et suiv. ; Alphonse COURTOIS, *Histoire de la Banque de France et des principales institutions françaises de crédit depuis 1716*, Librairie de Guillaumin éditeur, 1875, p. 74 et suiv.)、既存株式 1 株に対して新株 1 株を割り当てた 1807 年および 1857 年のフランス銀行 (Banque de France) の倍額増資 (Gabriel RAMON, *Histoire de la Banque de France : d'après les sources originales*, B. Grasset, 1929, p. 88 et 276 の例がある。

³ 1807 年商法典のもとにおける株式会社で、新株引受権がどれほど存在していたかは明らかではない。同時代の株式会社の定款を研究した LEFEBVRE-TEILLARD 教授の著作においても、資本増加の手段として新株発行の方法をとるとしても (当初は株式会社においても人的会社で従来行われてきた既存株式の額面の引上げが一般的であったのが徐々に新株発行へと推移した。第一部第一章注 15 を参照)、「[新たな株主という] 外部者の侵入の危険に備えるならば、既存株主に優先的な引受権を与えれば足りる」との記述があるにとどまっている (Anne LEFEBVRE-TEILLARD, *La société anonyme au XIXe siècle*, PUF, 1985, p. 243)。おそらく定款条項によって株主の新株引受権をもうけておくことは一般的とまではいえなかったものと推測される。

⁴ 19 世紀後半における新株引受権の実務の普及を指摘するのは以下の文献である。JAUFFRET, *op. cit.*(note 1), p. 6 ; COURET, *op. cit.*(note 1), n° 16, p. 26 et suiv. ; GERRY, *op. cit.*(note 1), p. 8 ; MORTIER, *op. cit.*(note 1), n° 324.

とくにその熱心な先導者として伝えられるのはクレディ・リヨネ (Crédit Lyonnais) であり、1871-1872 年、1875 年および 1879 年に行われた 3 度の資本増加において、新株を既存株主に対して割り当てた (同銀行によるこれらの資本増加について Jean BOUVIER, *Le Crédit Lyonnais de 1863 à 1882*, (Ré-impressions), Éditions de l'École des hautes études en sciences sociales, 1999, t. 1, p. 206, p. 225 et p. 252 を参照)。

もっとも、当時の会社が新株を既存株式に対して留保した動機には、かつての LAW のように (note 1 を参照)、投機をあおることで資本増加を成功させようという目論見による面があったことを否定できない (COURET, *op. cit.*(note 1), p. 38, note 2 ; MORTIER, *op. cit.*(note 1), n° 324)。

⁵ Henri DECUGIS, De la non-dotabilité du droit de souscription appartenant aux femmes dotales en cas d'augmentation de capital d'une société par actions, *Journal des sociétés*,

時、額面発行が一般化した⁶ことが新株引受権の意味をとくに重要なものにした。額面発行においては時価発行に比べて、既存株主が被る金銭的な損失の幅が大きくなるため（その分、新株引受権の価格は高まる）、新株引受権の有無が既存株主にとってますます関心の対象になったからである⁷。

このよう背景で、1920年代までに定款または資本増加を決定する株主総会（特別総会である）によって、新株引受権が既存株主に対して付与されることがさらに徹底されることとなった。これと同じころ、新株引受権の行使期間の経過後にも引き受けられずに残った株式（失権株）に対して、さらに既存株主による優先的な引受けの申込みを認める第二の引受権（縮減可能な引受権 *droit de souscription à titre réductible*）も発展したのが、フランスにおける特色であった⁸。そしてこの縮減可能な引受権もまた後に1935年8月8日のデクレ・

1922, p. 50 ; M. U. CAITUCOLI, *Les augmentations de capital dans les sociétés françaises par actions envisagées comme phénomène économique(période 1918-1921)*, Thèse Paris 1923, p. 57 et suiv. ; Marcel DESLANDES, *Les augmentations de capital dans les sociétés anonymes depuis 1914*, Thèse Paris, 1924, p. 1 et suiv., p. 63 et suiv.; JAUFFRET, *op. cit.*(note 3), p. 13, note 2.

⁶ DECUGIS, *op. cit.*(note 7), p. 50 ; JAUFFRET, *op. cit.*(note 3), p. 28. この点について、Frédéric CHEVALIER, *Du droit de souscription en cas d'augmentation de capital dans les sociétés anonymes ou en commandite par actions*, Thèse Paris, 1926, n° 5 は、「発行プレミアムを要求する株式の発行が実務上放棄された (*pratiquement abandonné*) 時期は、1923年ごろに定めることができる」と述べる。

⁷ CHEVALIER, *op. cit.*(note 5), n° 7, p. 13. 当時の金融誌も市場において高値で取引されるようになった新株引受権に注目していた（当時の紙面の様子を伝える文献として、DESLANDES, *op. cit.*(note 5), p. 156 et suiv. ; JAUFFRET, *op. cit.*(note 1), p. 45 et suiv. ; COURET, *op. cit.*(note 1), n° 36, p. 57 を参照)。また実務に重点を置いたテキストまたは雑誌の中でも、新株引受権を株主の重要な権利として肯定するものも生じた（Jean PERCEROU, *Les augmentations de capital par émission d'actions avec primes*, *Journal des transports : revue internationale des chemins de fer et de la navigation*, 1929, p. 97, note 1 ; Édouard COPPER-ROYER, *Traité des sociétés anonymes*, 4^e éd., Dalloz, 1931, t. 2, n° 353, p. 516 et suiv, t. 3, n° 568, p. 598 et suiv.)。

⁸ 1935年のデクレ・ロワ以前における縮減可能な引受権に触れる文献として以下のものがある。Henri BOSVIEUX, *De l'exercice du droit préférence réservé aux actionnaires et porteurs de parts de fondateur en cas d'augmentation du capital*, *Journal des sociétés*, 1911, p. 391 et suiv. ; Paul MARIA, *Des modifications du capital social au cours de la vie sociale dans les sociétés commerciales par actions*, Thèse Marseille, 1913, p. 160 ; CAITUCOLI, *op. cit.*(note 5), p. 49 ; A. CHARRON, *De l'exercice du droit de souscription à titre irréductible et à titre réductible créé par le décret-loi du 8 août 1935*, *Journal des sociétés*, 1939, p. 1 et suiv.

なお、CHARRON, *Ibid.*によれば、新株引受権をもうける定款条項は一般に縮減不能な引受権にとどまっていたとされ、縮減可能な引受権は別途の定款条項によって、または新株発行

ロワにより法定されることとなる。

こうした経緯で、後述するようにフランスの立法者が新株引受権の法定を試み始めた1930年までに既に、既存株主に新株を引き受ける権利を付与する実務はごく通常のこととなっていた⁹。おりしも、アメリカ合衆国からはじまった世界恐慌がフランスにも伝わり、

の態様を決定する機関によってとくにもうけられることを要した。しかしこの第二の引受権の意義はすでに無視できないものとなっていたと思われ、この時代に、発行価額を額面としながら縮減可能な引受権をもうけることをしなかった取締役会の行為を「商業道徳規範 (règles de la moralité commerciale) に反する」ものとして非難した裁判例として、Paris, 16 fév. 1933, *Journal des sociétés*, 1933, p. 563, *D.*, 1936. 2. 121(1^{re} espèce)がある(株主による会社に対する損害賠償請求は認容されなかったが訴訟費用を会社の負担とした)。

⁹ WAHL, *op. cit.*(note 1), *Journal des sociétés*, 1912, p. 337 はすでに、新株の引き受けるにおける優先権が「ほとんど常に」(presque toujours) 既存株主と発起人持分権者に与えられていると述べている。Gustave DACHER, *De la priorité de souscription dans les émissions de titres*, Thèse Paris, 1913, p. 5 においても、新株を優先的に引き受ける権利が「すでに非常に広まっており、さらに普及しそうである」との記述がある。1920年以後の文献としては以下のものを参照。DESLANDES, *op. cit.*(note 5), p. 155, 「きわめて頻繁」(extrêmement fréquent) ; CHEVALIER, *op. cit.*(note 6), n° 70, p. 94, 「日に日に広まっていく慣行にしたがって、定款は株主のために資本増加における優先権を定めている。」; JAUFFRET, *op. cit.*(note 3), p. 1, 「新株が公衆に対して直ちに提供されることはまれである。引受けは一般には特定の者、とりわけ既存株主に対して提供される。」; Charles LYON-CAEN et Louis RENAULT, *Traité de droit commercial*, 5^e éd. avec collaboration de André AMIAUD, Librairie générale de droit et de jurisprudence, 1929, t. 2, n° 873-5, p. 429, 「そうした新株の引受けに対する定款上の優先権は、非常に頻繁に姿を見せる。定款中に一切定めがない場合には、資本増加を決定する決議によって優先権が既存株主に対して与えられるだろう。」; Charles HOUPIN et Henri BOSVIEUX, *Traité général théorique et pratique des sociétés civiles et commerciales et des associations*, 7^e éd., Administration du Journal des Notaires et des Avocats, 1935, t. 2, n° 897, p. 42, 「この権利〔新株引受権〕は慣習として (d'habitude)、定款または資本増加を許可する株主総会決議により既存株主に対して完全にまたは部分的に留保される。」

もっとも、新株引受権については発行の決定ごとに、株主総会によって判断させるほうが適切という配慮から、定款条項によってあらかじめ引受権を与えてしまうこと、とくに「新株を額面で引き受ける権利」をもうけてしまうことに対しては慎重であるべきだという指摘もなされていた (BOSVIEUX, *op. cit.*(note 8), *Journal des sociétés*, 1911, p. 387 ; HOUPIN et BOSVIEUX, *Ibid.*, t. 2, p. 43, note 2)。

また CAITUCOLI, *op. cit.*(note 5), p. 48 et suiv. (1923年の文献) によれば、当時、新株引受権を設定する方法として一般的なのは株主総会決議であって定款条項ではなかったと、以上の文献とは異なる記録を伝えている。反対に、DACHER, *Ibid.*, n° 18, p. 37 (1913年) は、会社設立時の創立総会の決議によってこの種の定款条項をもうけることがもっとも多くみられる手法であるという。大戦を挟んで実務が変化したのであろうか。したがって新株引受権を付与する定款条項がどれほど一般的であったかについては完全に明らかというわ

政権の座にあった第二次左派連合が「貯蓄の保護」をスローガンに掲げたとき、立法者がこの権利を法定することによる株主保護に関心をもったのは自然なことのようと思われる。

2. 新株引受権の法理論をめぐる学説上の展開とその貧しさ

学説および判例における新株引受権の扱いも、上述したような実務における新株の引受権の重要度の変化と関連して展開した。

株式会社の設立許可主義を廃止するとともに、以後株式会社を規律する中心的法律となった商事会社に関する 1867 年 7 月 24 日の法律においては、新株引受権どころか新株発行についての規定すら欠いていた。

学説上は、1881 年の論説¹⁰においてはじめて、しかしながらきわめてわずかに、新株の引受権への言及がなされた。判例においては、直接的に判旨において新株の引受権が登場したのは 1880 年の判決が最初であると思われる¹¹。こうした資料の出現は、19 世紀の後半において上述のように既存株主に対して新株の引受権を付与する実務が普及し始めたことと符合する。

その後も新株の引受権にかかわる法的問題を取り上げる論説が散発的に公表されたが、1920 年代に入るまでの期間においては、株主特別総会の権限の範囲という観点から定款条項により定められた新株引受権を株主総会決議により排除できるかという点について一定の発展をみたほかは¹²、学説は概して新株引受権を会社法上の重要な問題とは考えていなか

けではないが、少なくとも、定款または株主総会決議のいずれかによる新株の引受権の設定がごく通常のこととして行われていたのはたしかである。

¹⁰ Edmond-Eugène THALLER, *Des nouvelles pratiques financières suivies en matière de sociétés*, *Revue critique de législation et de jurisprudence*, 1881, p. 519 et suiv. notamm. p. 532.

¹¹ Cass. civ., 12 juill. 1880, *D.*, 1882. 1. 36 ; *S.*, 1882. 1. 161.

¹² 1900 年に（第一部第一章でみたように、この時までには新株発行それ自体は株主特別総会の権限に属することは確立された判例となっていた）、株主に新株を額面で引き受ける権利を付与する旨の定款条項がある会社において、株主特別総会が資本増加を決議するに際して発行価額の決定を取締役に委ねることとしたことの適法性が争われた事件で、この決定は株主特別総会の定款変更権限の範囲内であるとした判決がある（*Trib. com. Seine*, 28 juin 1900, *Journal des sociétés*, 1901, p. 82. Paris 控訴院も支持。Paris, 17 mai 1901, *Journal des sociétés*, 1908, p. 13）。これにより定款上の新株引受権を排除する可能性については、株主特別総会の定款変更権限の範囲という観点から学説上も一定の発展をみることとなった。

WAHL は、この判決が下される直前に執筆された論説において、こうした定款上の新株引受権は、定款が株式の所有権に付け加えた権利であること、したがってこの権利は株主のものであって株主総会に属するものではないという理由から、判決とは反対の立場を示していた（Albert WAHL, *Pouvoirs des assemblées générales d'actionnaires du point de vue de la modification des statuts*, *Journal des sociétés*, 1900, p. 193, 241, 289, 337, 385 et 481,

ったようである¹³。

notamm., n° 88, p. 347)。しかしながら、株主特別総会決議による定款変更の決定とは、そもそも契約法の原則にしたがうならば株主ひとりひとりの同意がなければ変更できないはずの会社契約の内容を多数決で変えることを許すことであった。株主特別総会の権限の範囲を広く解釈しようという当時の趨勢の中で、学説の多数派は裁判所の結論を支持した (Jean PERCEROU, *Du pouvoir de l'assemblée générale extraordinaire dans les sociétés par actions à l'effet de modifier les statuts, envisagé spécialement au point de vue de la loi du 16 novembre 1903 sur les actions de priorité*, *Journal des sociétés*, 1907, p. 5, 49, et 97, notamm., p. 99 et note 1 ; Charles HOUPIN, note sous Paris, 17 mai 1901, *Journal des sociétés*, 1908, p. 14 ; BOSVIEUX, *op. cit.*(note 8), *Journal des sociétés*, 1911, p. 385 et suiv. ; MARIA, *op. cit.*(note 8), p. 157 et suiv.)。1913年11月22日の法律により1867年7月24日の法律第31条が改正され、会社の国籍の変更(つまり準拠法の変更)および株主の義務の増大を除くあらゆる定款条項の変更が株主特別総会の権限に属することが明文化されると、もはやこの結論に争いの余地はなくなった(この法律以後の裁判例として、Trib. com. Marseille, 14 déc. 1926, *Journal des sociétés*, 1927, p. 668, note Henri BOSVIEUXがある)。ところで、これらの文献においては、定款が新株を引き受ける優先権を既存株主に対して付与していること自体に特別の異論は提出されておらず、この沈黙の中には20世紀の最初の10年間における、そうした実務の存在と普及との承認をみてとることができる。

¹³ 1875年に出版された、ある商工業用語辞典には、“Droit de préférence”という項目があるが、そこに新株を優先的に引き受ける権利という意味は未だ搭載されていない (*Dictionnaire du contentieux commercial et industriel de MM. Devilleneuve et Massé*, 6^e éd. par Gustave DUTRUC, Imprimerie et librairie générale de jurisprudence, 1875, v. 1, p. 488を参照)。

実際には1880年代に入るまで資本増加、新株発行自体が会社法上の一問題であることの認識は生じなかったのであり、資本増加に関するフランスで最初の総合的論文であるWAHLの研究においては、新株引受権についてはごく簡潔に言及されているに過ぎないし、その理論的な解明も試みられてはいない (Albert WAHL, *Étude sur l'augmentation de capital dans les sociétés anonymes et les sociétés en commandite par actions*, *Annales de droit commercial français, étranger et international*, 1893, II, p. 81, 161, 273, et 361, *Ibid.*, 1894, II, p. 14, 98 et 186, notamm., 1893, p. 361, n° 76)。

会社の発起人に対して付与される新株に対する優先権 (droit de préférence) については、Jean PERCEROU, *Des fondateurs de sociétés anonymes*, Thèse Dijon, 1896, p. 160に、手続きにしたがってもうけられるかぎり適法な権利として登場する。また資本増加と資本減少をテーマとする1899年のあるテーゼにおいては、10行足らずの記述があるに過ぎない (Louis BOSSY, *De l'augmentations et de la reduction du capital dans les sociétés par actions*, Thèse Paris, 1899, p. 57を参照)。それどころか何らの言及もされていない文献も存在し、Léopold GOIRAND, *Traité des sociétés par actions*, Gazette du Palais, 1896-1901はかなり大部のテキストであるにもかかわらず、新株引受権の記述は存在しない(「資本増

これが第一次世界大戦とともにフランスの株式会社において新株引受権を株主に留保しての額面発行が一般化すると、関連する主題を掲げたテーズ¹⁴または論説¹⁵がそれまでにな

加および減少」を章の表題とする *Ibid.*, t. 1, p. 312 et suiv.を参照)。また、Charles LYON-CAEN et Louis RENAULT, *Traité de droit commercial*, 3^e éd., F. Pichon, 1900, t. 2, n^{os} 870 et suiv. ; Edmond-Eugène THALLER, *Traité élémentaire de droit commercial, à l'exclusion du droit maritime*, 2^e éd., A. Rousseau, 1900, n^{os} 698 et suiv.における資本増加の記述の中にも、いまだ新株引受権は登場しない。

その一方で、ゾラの小説『金』(Émile ZOLA, *L'argent*, Charpentier et Cie, 1891) では、現実に 1878 年に設立され投機をあおった後、バブルの崩壊とともに 1882 年に破綻したユニオン・ジェネラル社 (Union Général) をモデルに、実際の株価の推移をなぞった新株発行の過程が描かれており (第 8 章)、そこでは既存株式 2 株ごとに新株 1 株を引き受けることができることとされ、そしてこの増資の噂を聞いただけで世間は大いに熱狂し、実際に株主総会でこの発行が決定されると、株価はさらに急騰したことが描かれる。

結局のところ、新株引受権という独立の権利を認めるのか、それとも単に新株発行の態様として株主割当が選ばれるだけなのか、19 世紀までの文献の中では判然としていない。その中で、Étienne FLOUCAUD-PÉNARDILLE, *Les sociétés par actions*, A. Rousseau, 1899 は、1 頁足らずではあるが、「新株引受けの優先権」のために独立の 1 節 (t. 1, n^o 562) をもうけた、おそらく最初のテキストであった。もっとも、そこでは実務の素描がなされているにすぎず、株主の利益保護という観点はなかったようである。

このように、20 世紀に入るまでの文献は、新株の引受権が存在しうることと、その仕組みとを説明するにとどまっており、この権利の法的な意義について研究するものはなかったといわれる (DACHER, *op. cit.*(note 9), p. 6 ; COURET, *op. cit.*(note 1), p. 28, note 5)。なんといっても、そもそも定款上の資本の額の定めの変更を行うことの決定を株主特別総会による多数決でなしうることが判例上確立され、学説の多数による支持を得たのが 1892 年以後のことであったから (第一部第一章第二節第三款)、多数決で行われる新株発行により危険にさらされる株主の利益を保護しなければならないという問題意識は、いまだ顕在化していなかったものと思われる。この点、COUTY, *De la nature des actions dans les sociétés*, Thèse Paris, 1900, p. 184 et suiv.は、時価を下回る価格で新株の割当てを受けた新たな株主が、既存株主と同じだけの会社資産に対する権利をもつことの問題、言い換えると、既存株式から新株への経済的利益の流出の問題について検討しているものの、この問題の解決方法として新株引受権がありうることについてはまったく触れていない。このことは、新株発行の場面における新旧株主間の利益調整という問題意識が出現したものの、新株引受権とこの問題との関連がいまだ認識されるに至っていなかったことをうかがわせる。

¹⁴ 以下のテーズがある。CAITUCOLI, *op. cit.*(note 5) ; DESLANDES, *op. cit.*(note 5) ; Georges André DARDANNE, *Les augmentations de capital des sociétés françaises par actions*, Thèse Paris, 1924 ; Léon PAVÉS, *Le droit de souscription à des actions*, Thèse Paris, 1925 ; JAUFFRET, *op. cit.*(note 1) ; CHEVALIER, *op. cit.*(note 6)。

¹⁵ この時代における論説として以下のものがある。F. BARATIN, *De l'exercice par le nu-propriétaire ou l'usufruitier d'actions du droit de souscrire par préférence à des actions*

い頻度で提出された。これと並行して、体系書においても新株引受権のために多くの頁が割かれる傾向が生じたのであるが¹⁶、結局のところ、学説が株主の新株引受権を会社法上の重要な問題の一つであるとの認識が真に行きわたるよりも前に、1935年8月8日のデクレ・ロワによる法定を迎えたのではないかと思われる¹⁷。

第二款 優先引受権の法定の経緯

1. 新株引受権を法定することが必要となった理由

(1) 株主の新株引受権は当然に存在するものとは解されていなかったこと

第一節でみたような新株引受権は、数名の論者による異説はあったものの¹⁸、会社の定款条項によって、または株主総会の決議によってはじめて生じるものであるというのが多数

nouvelles émises contre espèces, *Revue des sociétés*, 1921, p. 61 ; De la dotalité qui affecte le droit de souscrire par préférence à des actions nouvelles émises contre espèces, lorsque ce droit est attaché à des actions dotales. Des effets de cette dotalité, *Revue des sociétés*, 1922, p. 568 ; DECUGIS, *op. cit.*(note 5), *Journal des sociétés*, 1922, p. 49 ; Albert WAHL, Des droit respectif de l'usufruitier et du nu propriétaire sur les titres, leurs produits et leurs accessoires, *Journal des sociétés*, 1925, p. 138 et suiv.

¹⁶ 新株引受権に言及するこの時代のテキストとして以下のものを参照。Henri DECUGIS, *Traité pratique des sociétés par actions*, 6^e éd., Sirey, 1926, p. 634, n^o 363 ; LYON-CAEN et RENAULT, *op. cit.*(note 9), t. 2, n^o 873-5 ; Edmond-Eugène THALLER, *Traité élémentaire de droit commercial à l'exclusion du droit maritime*, 8^e éd. par Jean PERCEROU, Resseau et Cie, 1931, n^o 695, p. 454 ; HOUPIN et BOSVIEUX, *op. cit.*(note 9), t. 2, n^o 897.

¹⁷ 1920年代の文献を見るに、新株引受権が株主にとって重要な意味を持つ権利であること、少なくとも衡平にかなう権利であることは気づかれていた。しかしながら、この問題はせいぜい定款自治の問題であると考えられていたのであろうか（ドイツにおいてすでに新株引受権が法定されていた事実に触れながら、フランスにおいても定款が慣習として新株引受権を付与しているから状況はほとんど同じだという CHEVALIER, *op. cit.*(note 6), n^o 70, p. 94を参照)、新株引受権が、これを享受する妥当な理由が本来ない株主以外の者にまで付与されている事態についての批判はほとんどなされておらず、また株主のために新株引受権を法定すべきとの主張もごく控え目になされたに過ぎず、DACHER, *op. cit.*(note 9), n^o 17, p. 37と、JAUFFRET, *op. cit.*(note 1), p. 46との両名のほかには、新株引受権の法定を求める記述はみられない。

¹⁸ A. NYSSENS, Du droit de préférence des premiers actionnaires à la souscription des actions nouvelles, en cas d'augmentations du capital, *Revue pratique des sociétés civiles et commerciales*, 1894, p. 228（ベルギーの文献であるが、フランスにおいてもしばしば引用された）；PERCEROU, *op. cit.*(note 7), p. 97, note 1；COPPER-ROYER, *op. cit.*(note 7), t. 2, n^o 353, p. 516 et suiv, t. 3, n^o 568, p. 598 et suiv.

説および判例の示すところであった¹⁹。また、そうして任意に創設された新株引受権は、その態様や行使方法においても定款または株主総会決議の定めるところにしたがっていたので²⁰、その内容は会社によって、また発行ごとに多様であった。新株引受権を法定する意義は第一に、この権利の制度を画一化し、かつ、この権利がいかなる場合においても株主に与えられることを肯定することのうちにあり、それでは、どのような形で新株引受権を法定することが適切であったか。この点については、それまでの実務に存在したいくつかの問題を検討することが有益である。

(2) 株主以外の者に与えられた新株引受権の存在とその問題点

当時の実務では、新株引受権が株主以外の者に対しても付与されることがしばしばあった。とくに発起人持分の権利者への引受権の提供は一般的であったとされる²¹。既存株主や発起人持分権者といった新株引受権を享受するグループが複数存在する場合には、あらかじめ定められた比率にしたがい、たとえば発行される新株全体の半分が株主に対して、残りの半分が発起人持分権者に対して配分され、各グループはその枠内で比例原則にしたがって引受権を行使することができるといったような取扱いが行われていた²²。

しかし、このように株主以外の者が新株の割当てを受けるかぎり、新株発行の前後で既存株主が資本において占める比率を変えないままに保存するという新株引受権の本質的な機能は妨げられる。その一方で、株主以外の者には、新株を優先的に引き受ける権利を認め

¹⁹ 裁判例として、Paris, 13 avr. 1934, *Journal des sociétés*, 1935, p. 168, note HOUPIN, *D.*, 1936. 2. 121(2^e espèce), note PIC を参照。なお、ベルギーの裁判例であるが、Trib. com. Liège, 9 janv. 1899, *Pandectes périodique*, 1899, n° 1027 がすでに同様の結論を示していた。

また新株引受権は株式に当然に含まれる内容ではなく、定款または株主総会決議による付与を前提としていることを明確に述べる文献としては以下のものがある。BOSVIEUX, *op. cit.*(note 8), *Journal des sociétés*, 1911, p. 385 ; DACHER, *op. cit.*(note 9), n° 16, p. 32 et suiv ; CAITUCOLI, *op. cit.*(note 5), p. 48 ; DESLANDES, *op. cit.*(note 5), p. 161 ; JAUFFRET, *op. cit.*(note 1), p. 44 et suiv. ; CHEVALIER, *op. cit.*(note 6), n° 67, p. 87 et suiv. ; HOUPIN et BOSVIEUX, *op. cit.*(note 9), t. 2, n° 897, p. 42. またこれ以外の文献も、新株引受権が定款により与えられることがあると述べることで、この権利が株式に当然含まれているものではないことを言外に示していたものといえよう。

²⁰ HOUPIN et BOSVIEUX, *op. cit.*(note 9), t. 2, n° 897, p. 43.

²¹ DESLANDES, *op. cit.*(note 5), p. 166 ; JAUFFRET, *op. cit.*(note 1), p. 30 ; COURET, *op. cit.*(note 1), n° 19, p. 30 et suiv. 単一の定款条項において、新株引受権が株主と発起人に対して与えられることが定められていることもしばしばであった (JAUFFRET, *op. cit.*(note 1), p. 30)。ただし、CHEVALIER, *op. cit.*(note 6), n° 71, p. 94 et suiv.によれば、衡平にもとづかない発起人持分権者への新株引受権の用意は比較的珍しいといい、証言が分かれる。

発起人持分権者以外に新株引受権が付与されることがあった対象の例として、JAUFFRET, *op. cit.*(note 1), p. 30 et suiv.は、発起人、設立時株主、取締役会構成員、会社の従業員、他の会社、他の会社の株主および会社外の特定の人物を列挙する。

²² BOSVIEUX, *op. cit.*(note 8), *Journal des sociétés*, 1911, p. 388 et suiv.

るべき合理的な理由はなく、新株引受権の行使または処分による利得を株主以外の者に許すことは疑問視されていたのだ²³。

加えて、株主以外の者に新株引受権をひとたび与えると、その受益者の同意がなければ会社はこの権利を排除することができなくなるという問題があった。この点、株主に付与されている新株引受権についてみると、つぎに述べるように株主特別総会の決議によって株主全員の新株引受権を排除することができたのであるが、株式会社の内部ではそうした強力な権限を有する株主特別総会といえども第三者の権利を変更すること、すなわち第三者にすでに与えられた新株引受権を排除することはできないのだ。したがって、新株引受権が発起人持分権者に付与されている場合であって、持分権者たちが総会を備えた集団 (mass) を組織しており、そこでの決議が全員の同意に代わることとなっているときは別としても、新株引受権の受益者のひとりひとりの承諾をとりつける必要があった²⁴。しかしそれはほとんどの場合に事実上不可能であって、結果として会社にとって必要な新株発行が妨げられるおそれがあった。

これらの事情は、新株引受権を株主だけの権利とすることの必要性を示していた。

(3) 定款上の新株引受権が有名無実となる危険

定款条項により新株引受権が株主に用意されていたとしても、これが有名無実となる可能性が存在したことがつぎの問題点である。

まず権利の存否自体について、定款によって既存株主のためにもうけられた新株引受権は、定款変更と同じ手続きすなわち株主特別総会の決議によって除去されうるものであった²⁵。株主特別総会の定款変更を決定する権限の範囲がいまだ明確となっていなかった1899年の裁判例においてすでに、「額面で新株を引き受ける権利」を株主に与える定款条項がある会社において、ある発行における発行価額を取締役会が決定するものとした株主特別総会の決議の適法性が承認された。そしてこの判決の射程は、発行価額の修正にとどまらず、新株引受権を単に除去してしまうことにも及ぶと学説によって解釈されていた。1913年11月22日の法律により特別総会の万能の権限が明文化された後には（同法律による改正後の1867年7月24日の法律31条）、この結論にはもはや異論の唱えられる余地はなく

²³ Voy. les autorités cités par COURET, *op. cit.*(note 1), p. 31 note 1. この点、Charles HOUPIN et Henri BOSVIEUX, *Traité général théorique et pratique des sociétés civiles et commerciale et des associations, supplément*, Administration du journal des notaires et des avocats, 1937, p. 127 は、1935年8月8日のデクレ・ロワが優先引受権を株主だけのものと定めたのは、発起人が原始定款を起草する際に、将来における新株引受権の価値を慎重に検討することなく、この権利を様々な人物に与えてしまいがちであることへの不信の表明であるという。

²⁴ Trib. com. Seine, 13 nov. 1899, *Journal des sociétés*, 1900, p. 135 ; BOSVIEUX, *op. cit.*(note 8), *Journal des sociétés*, 1911, p. 391 ; MARIA, *op. cit.*(note 8), p. 158 ; HOUPIN et BOSVIEUX, *op. cit.*(note 9), t. 2, n° 497, p. 44 et suiv.

²⁵ 定款上の新株引受権の、株主総会における多数決による除去の可能性については、note 12とそこで掲げた文献を参照。

なった。

しかし、新株の発行自体の決定も同じく株主特別総会の権限であるから、新株引受権の有無は、結局資本増加を決定する際に株主特別総会が決めるのと同じことであった。これは、株主特別総会におけるキャスティングボードを握る支配株主がいる会社においては、新株引受権の有無は、この権利を付与する定款条項の有無にかかわらず、支配株主の意向次第であって、少数派株主の保護としては機能しえないということを意味した。また、支配株主の存在しない会社であっても、新株引受権の除去を決議することの提案を受けた株主総会は、その決議の当否について慎重に検討すべきであるということが警告されていたところである²⁶。このことは、新株引受権を排除するためには単なる株主特別総会の決議よりも厳格な手続きを課すべきであることを示唆していた。

さらに、新株引受権が除去されることなく株主に実際に与えられたとしても、株主がこの権利を行使することのできる条件が整えられなければ意味がない。この点に関する法律上の規制は何ら存在しなかったから、新株発行の条件の細目を決定することを委任された取締役会が、株主の多くが事実上権利を行使しえないような条件で発行を実行に移し、引き受けられずに残った新株を仲間内に割り当てることで利得するという濫用がありえた²⁷。この権利が実際に機能するために、権利の存在を株主にしらせる措置と、権利を行使するための十分な期間が確保されることとが必要とされていた。

(4) 取締役会による権限濫用の危険

これは直前に見た問題点と完全に区別される問題ではないが、フランスの立法者が新株引受権の法定に踏み切った直接の動機は、この時代にしばしば発生した新株発行に際しての取締役会の権限濫用であった。現に、1935年8月8日のデクレ・ロワに付された大統領宛の報告書には、端的にこのデクレ・ロワが「資本増加における取締役会の権限濫用から株主の権利を守るため」のものであることが記されている²⁸。

そうした濫用の事例として、Chambery 商事裁判所の1927年の判決²⁹は、株主総会からは資本増加の単純な実施権限の委譲を受けていたにすぎないのに、会社がそれまで発行したことのなかった複数議決権株式の発行を取締役会が決めた事案であった。形式的には新株引受権が既存株主のために用意されたが、権利の通知と行使期間の確保が不十分で多くの株主にとってこの権利の行使は事実上不可能であったところ、取締役らは引き受けられ

²⁶ CHEVALIER, *op. cit.*(note 6), n° 70, p. 94.

²⁷ Henry SOLUS, *La réforme du droit des sociétés par les décrets-lois de 1935 et 1937*, Librairie de recueil Sirey, 1938, n° 327. このような濫用の事案として、本文ですぐ後に言及する Trib. com. Chambery, 19 août 1927, *S.*, 1928. 2. 97 があった。

²⁸ Rapport au Président de la République, *Journal officiel* du 9 août 1935, p. 8685, reproduit à Georges ROBERT, *Du droit de préférence de l'actionnaire à la souscription d'actions nouvelles en cas d'augmentation de capital*, Thèse Paris, 1939, p. 33 et suiv. もっとも、SOLUS, *op. cit.*(note 27), n° 327, p. 295 は、そうした濫用の実例は、一部の者がそう信じるほどには頻繁でないと述べている。

²⁹ Trib. com. Chambery, 19 août 1927, *S.*, 1928. 2. 97, préc.

ずに残った失権株を仲間内に割り当て、結果としてわずかな出資額で会社の支配権を獲得したというものであった。

また、1934年のParis控訴院の判決³⁰は、数か月後に定款で定められた会社の存続期限が迫っていたところ、この期限通りに会社を解散させるか、または存続させるかについて少数派（定款変更決議を阻止しうる議決権の3分の1超を保有）と多数派との対立があった事案である。存続期間延長の定款変更を行う議案が株主総会の場で一度は否決された後、10年前に行われていた株主総会決議による新株発行実施の権限委譲を利用して、取締役会（多数派株主とその仲間が支配していた）が選定した外国の銀行に新株を引き受けさせ、その後開催された臨時株主総会において存続期限延長が可決された（この判決については、第二節において再度とりあげる）。

これらの2つの事案においては、権限逸脱あるいは権利濫用の法理に基づいて新株発行の無効の判決が下されたのだった。そのように、優先引受権の法定を待たずともとくに悪性の高い事案においては救済の可能性はあったのであるが、一般法理による解決には限界があった。取締役会が新株発行に藉口して不正をはたらこうとすることがないようにするための対策が必要とされたのである。

つぎにみるように、1930年より優先引受権の法定を試みたフランスの立法者たちはおそらく、以上のような事情を認識しながら法律の起草を行ったはずである。

2. 新株引受権の法定を試みる立法者の動向

(1) 1935年8月8日のデクレ・ロワに先行する4つの法律案

株主の新株引受権に関しては、1930年の法律案を皮切りに、1935年8月8日のデクレ・ロワが制定されるまでに計4つの法律案が、下院である代議院または上院である元老院（セナ）へ提出された。これらの法律案は、その文言の共通性に照らすと、同一の意図にしたがってなされた一連の試みであったであろう。その内容は後に提出されたものほど完成に近づいており、1935年1月に政府によって提出された法律案は、1935年8月8日のデクレ・ロワとほぼ同一の法文を備えるものであった。その前に提出されていた法律案のひとつ（1932年提出、1934年に修正）は、4つの法律案の中で唯一議会において審議の場を設けられ、その内容について議論された記録が残されており、フランスの立法者がどのような考え方をもっていたかを知る手がかりを提供している。それゆえ4つの法律案の中ではこれら2つの法律案が重要なものであるが、以下ではそれらに先行する残る2つの法律案から順次検討する。

(ア) 1930年の法律案

1930年にGUÉRIN議員により提出された法律案が、フランスにおいて株主の新株引受権の法定を試みる最初のものであった³¹。法律案はただ1か条、「資本増加の場合に、会社の

³⁰ Paris, 13 avr. 1934, *Journal des sociétés*, 1935, p. 168, *D.*, 1936. 2. 121(2^e espèce), préc.

³¹ *Documents Parlementaires, Chambre des Députés*, 1930, annexe n° 4062.

株主は、自らの株式の数に比例して、資本増加の実現の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」という規定を 1867 年 7 月 24 日の法律第 3 条に付け加えるというものであった。

この法案のための説明書 (*exposé des motifs*) において、GUÉRIN はつぎのように説明していた。複数議決権株式の発行は禁じられたとはいえ³²、取締役会はなお、自らが選ぶ人物または会社に対してのみ新株の引受けを許すことによって、法を曲げて自己の地位を強固にしている。このような新株の割当ての方法は、株主にとっても国にとっても損害を生じさせている、と。

この法律案が議会においてとりあげられることはなかったが、取締役会による権限濫用への警戒と株主の権利保護という目的がこの段階ですでに明確にされていることに注目すべきである。

(イ) 1933 年の法律案

第 2 の法律の案は、1933 年 10 月に代議院に提出された、会社法全般を改正することを目的とする法律案の中の 1 か条 (第 51 条) であった。当該法文はまず、「株主は、自ら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」と規定していた³³。

先の 1930 年の法律案との差異は、新株の引受権が株式の「数」(*nombre*) ではなく「額」(*montant*) に比例して与えられるとされた点である。この変更は発行している株式の中に券面額が異なるものが混在している会社にとって必要なものであった。

この法律案ではさらに、「引受けが開始される月の前月における既存株式の取引所での平均価格を下回る価格で会社が株式を発行する場合には、引受けの初日と末日との間には短

³² 1903 年 11 月 16 日の法律が創設を許した優先株式として、株主総会における議決権数が普通株式より多いというものが許容されていた。こうした複数議決権株式数は、創業者による支配権の維持を目的ともしばしば利用されていたが、複数議決権の比率に上限が設定されていなかったため、濫用の危険もあった。極端な例として、400 倍議決権株式のケースが伝えられている (JAUFFRET, *op. cit.*(note 1), p. 22, note 4 を参照)。

1913 年 11 月 22 日の法律による改正後の 1867 年 7 月 24 日の法律 31 条 2 項は、定款変更について決議する総会においては各株主の議決権数は保有株式数に比例すると定めていたが、これが複数議決権株式の議決権を制限する趣旨であるかについては学説もわかれており (当時の学説の状況につき JAUFFRET, *op. cit.*(note 1), p. 23, note 1 を参照) 法的に不安定な状態であった。こうした状況で、1930 年 4 月 26 日の法律が複数議決権株式の新規の発行を禁じるに至った。GUÉRIN が言っているのはこのことである。その後 1933 年 11 月 13 日の法律は既に存在している株式も含めて、複数議決権株式を廃止した (ただし二倍議決権株式の例外がある)。以上について Michel GERMAIN et Véronique MAGNIER, *Les sociétés commerciales, Traité de droit des affaires*, t. 2, 22^e éd., LGDJ, 2017, n° 2088 を参照。

³³ *Projet de loi tendant à la protection de l'épargne par la réforme du régime des sociétés par actions et de la publicité financière, Documents Parlementaires, Chambre des Députés*, 1933, annexe n° 2416.

くとも 20 日間が経過しなければならない」とする規定が付け加えられた。株主に経済的な損失を生じさせる性質の発行の場合においてとくに、新株引受権を行使するための期間の長さを一定以上確保しようとしたものであり、現行法にも通じる考え方がすでにこの法律案にも看取できる。

もつとも、この法律案も議会で審議されることはなかった。

(ウ) 1934 年の法律案

同時期に元老院においては、議員 LESACHÉ が、1932 年 12 月にすでに提出されていた法律案³⁴に 1934 年 2 月に追加報告書の形³⁵で新株引受権に関する法文を盛り込んだ(第 1 条)。この法律案は、1934 年 2 月 22 日³⁶および 6 月 21 日の 2 回にわたり議会での審議³⁷がなされたことが重要な意味をもっている。審議の過程でとくに議論されたのは、現在においても維持されている優先引受権が公の秩序とすべきであるか否かという点と、この権利を会社の資金調達における必要のために除去する可能性についてであった。

①新株引受権は公の秩序であるか否か

この法律案においては、先行する 2 つの法律案とは異なり、「定款のあらゆる別段の定めにかかわらず」、株主は新株を引き受ける優先権をもつものと起草された。新株引受権に強行法規の性格を明確に付与するこの文言が冒頭に付加された点のほかは、規定の文言は 10 月に下院で提出されていた法律案のそれと一致している。そして、審議においては付加されたこの冒頭部分の文言を巡って議論が交わされた。

そこでは二つの修正案が提出された。一方の修正案は、単に「定款のあらゆる別段の定めにかかわらず」の部分削除するというものであった。他方の修正案は、冒頭部分を「本法律の審議以後の定款のあらゆる別段の定めにかかわらず」³⁸というように修正するというものであった。こうした修正案は、もとの文言のままでは、すでに定款によって株主以外の者に対して与えられていた新株引受権をすべて失効させる結果となり、法律不遡及の原則

³⁴ *Documents Parlementaires, Sénat*, 1932, annexe n° 826.

³⁵ *Documents Parlementaires, Sénat*, 1934, annexe n° 50. LESACHÉ はこの規定を提案する理由としてつぎのように述べている。「我々は第 1 条に、株主のために資本増加の場合の金銭出資株式を引き受ける優先権を確保する規定を付け加えました。取締役会の中には、概してあまり正当化できない理由によって、自らの構成員または特別扱いを受ける一定の集団に対して、利得を生む株式を有利な価額で引き受ける権利を留保するものがあり、我々の意見では、この実務は非難されるべきものです。我々の意見では、この権利はまず誰よりも、事業の危険を負担しこの事業が成功し発展した暁には利得を正当に受けるべき株主に帰属しなければなりません」と。

³⁶ 2 月 22 日の審議の議事録は、*Journal Officiel, Débats parlementaires, Sénat*, 1934, p. 153 et suiv.を参照。

³⁷ 6 月 21 日の議事録は、*Ibid.*, p. 712 et suiv.を参照。

³⁸ LUGOL による修正案である。*Débats parlementaires, Sénat*, 1934, p. 156.

(民法典 2 条) に反することを懸念したものであった³⁹。審議を経て元老院は、すでに存在している新株引受権を有効なまま保存し、しかし将来に向かって株主以外の者に新株引受権を与えることを不可能にする後者の修正案を適切なものとして採用した。

既に存在する株主以外の新株引受権の受益者への配慮は、後述するように 1935 年 8 月 8 日のデクレ・ロワにおいても示されている（経過規定を別に設けることで対応した）。

②新株引受権の除去の可能性

たとえば発行される新株を第三者に割り当てる場合に必要となる、新株引受権の除去の可能性について、提出時点での法律案には対応する規定は用意されていなかった。そこで、2 つ目の審議対象は、何らかの手続きによって新株引受権を除去することを可能にするための修正案であった。修正案には、条文の冒頭部分を、「特別の決議により承認される株主総会の別段の決定がないかぎり」株主は新株引受権を有するというように変更する案⁴⁰、冒頭部分は維持しながら、法文に「特別に理由を付された特別総会の別段の決定がないかぎり」株主は引受権を有すると文言を挿入する修正案⁴¹とがあった。

前者の提案をなした MILLIÈS-LACROIX は、後者の提案をみて自身の提案を一度取り下げ、冒頭の文言を変更するのではなく、「この優先権の放棄は 4 分の 3 の多数決で判断を下す株主総会の特別の評決によるのでなければ決定され得ない」という文言を付け加える修正案を代わりに提示した⁴²。いずれの提案においても、新株引受権の除去は株主総会の決定によることは共通している。これらの修正案の背景にある考慮は、たしかに会社の業績が好調な場合には新株を時価より低い価額で引き受けることによる利得を株主以外の者、とくに取締役会の身内に享受させる理由はたしかにないが、会社が新株を発行するのはかならずしも好調な場合だけでなく、経営難を乗り越えるために銀行に出資を求めることや、大口の債権者の有する債権を株式に転換するために新株発行が必要な場合も存在する、というものであった。そうした場合の発行には迅速さが必要であり、株主に引受けの機会を与えるための期間の経過を待つことはできないし、株主総会の多数決による新株引受権の除去の可能性を認めないのであれば、取締役会の権限濫用を阻止するはずが、かえって「ただ一株を保

³⁹ とくに、議事録中「定款のあらゆる別段の定めにかかわらず」の文言を単に削除することを提案した BOUVIN-CHAMPEAUX の発言を参照 (*Débats parlementaires, Sénat, 1934, p. 154 et suiv.*)。さらに同趣旨の提案に BENDER によるものがあった (*Ibid., p. 156*)。

⁴⁰ 6 月 21 日の会期においてなされた MILLIÈS-LACROIX による修正案 (*Débats parlementaires, Sénat, 1934, p. 714*)。これと同趣旨の修正案として、冒頭部分を「特別総会による特別の別段の決定がないかぎり」に置きかえる 2 月 22 日の会期における MARTIN-BINACHON による提案もあった (*Ibid., 1934, p.155*)。

⁴¹ LEFAS による修正案である (*Débats parlementaires, Sénat, 1934, p. 714*)。2 月 22 日の会期においても類似の修正案は BOUVIN-CHAMPEAUX と MARTIN-BINACHON の各人によってなされていた。これらの提案に対する LESACHÉ の回答も含めて、*Ibid., p. 154 et suiv.* を参照。

⁴² *Débats parlementaires, Sénat, 1934, p. 715*。定款変更を決議する特別総会の通常多数決要件は、総会に出席または代理される議決権の 3 分の 2 の賛成であるから、この提案は決議要件を加重したものであることになる。

有する株主に資本増加の実施を妨げさせる」結果になると考えられたのである⁴³。

しかしながら報告者 LESACHÉ は、株主総会決議による新株引受権の除去を可能にしようとするこれらの修正案に強固に反対した。彼の懸念は、株主からの白紙委任状を手中に収める取締役会が事実上株主総会のキャスティングボードをとるのだから、株主総会の決議によって法定した新株引受権を除去することができるのであれば、結局取締役会による権限濫用を回避することができないというものであった⁴⁴。また彼は、会社が経営難の状況にあるとしても、第三者が新株の引受けに同意するとすればそれはその引受けに利益があるからであり、やはりまず株主に引受けの機会を与えるべきであるとも説明した。

元老院における票決の結果、提案されていた法文すなわち「本法律の審署以後の定款のあらゆる別段の条項にかかわらず、株主は自らの株式の額に比例して、資本増加の実現の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」は可決されたが、MILLIÈS-LACROIX が付け加えることを提案した「この優先権の放棄は 4 分の 3 の多数決で判断を下す株主総会の特別の評決によるのでなければ決定され得ない」という文言の挿入は否決された⁴⁵。

結局のところ、この法律案においては、株主総会決議による新株引受権の除去の可能性は最後まで認められないままであった。ただ、以上のような審議からは、フランスの立法者が、新株発行の場面における取締役会に対する強い不信感を有しており、そこに新株引受権を法定しようとする動機があったことをうかがうことができる。同時に、提出された修正案には、会社のために株主の新株引受権を除去することが必要な場合があるという認識が表れたといえるだろう。つぎにみる 1935 年の法律案および 1935 年 8 月 8 日のデクレ・ロワにおいては、本法律案における元老院の判断とは異なり株主総会による新株引受権の除去が認められたが、そこで採用された手続き（取締役会と会計監査役にそれぞれ報告書を事前に提出させる）は本法律案をめぐる議論から見出されたものであった。

なお、審議の対象とはとくにならなかつたが、本法律案においては、株主に新株引受権の存在を知らせるため BALO（義務的法定広告のための官報）における公告をなすこと、および、行使のために与えられる期間の長さはこの公告の日から 15 日間⁴⁶を下ることはできないとされていた。

(エ) 1935 年の法律案と 1935 年 8 月 8 日のデクレ・ロワの成立

1935 年 8 月 8 日のデクレ・ロワに先行する法律案の中で最後のものは、同年の 1 月に政府によって元老院に提出されたものである。この法律案をそれ以前の法律案と比べると、新

⁴³ *Débats parlementaires, Sénat*, 1934, p. 714 における MILLIÈS-LACROIX の発言をとくに参照。

⁴⁴ *Débats parlementaires, Sénat*, 1934, p. 714 et suiv. における LESACHÉ の発言を参照。除去の決議に 4 分の 3 の賛成という通常の特例総会の場合に比べて加重された決議要件を課すことを提案した上述の MILLIÈS-LACROIX による修正案は、LESACHÉ がこのように述べたことを受けた文脈で提案されたものであった。

⁴⁵ *Débats parlementaires, Sénat*, 1934, p. 716.

⁴⁶ 2 月 22 日における審議の対象となった法文では、この期間の下限は 30 日間であったが、6 月 21 日の審議にこの法文が再登場した時には 15 日間と変更されていた。

株引受権を行使するための公示および期間の確保、この権利の除去の手続き、違反の場合の制裁に関する諸規定をまはじめから内容としており、法律として完成に近い形式を備えていた点を指摘することができる⁴⁷。この法律案においては、株主の新株引受権を確立する規定の文言「定款のあらゆる別段の定めに関わらず・・・」および株主に与えられる引受権の行使のための期間の下限（15日間）は、先の LESACHÉ の法律案における規定と一致しており、この政府提出の法律案も、以上の先行する法律案の流れをくむものであることがわかる。

この法律案においては新たに、新株引受権はそれが生じる元となった株式と同じ条件で譲渡でき、既存株主は縮減可能な引受権をも有することが明文化された。このほか、取締役会および会計監査役がそれぞれ作成する報告書にもとづき、株主特別総会が新株引受権を除去することができることとされた⁴⁸。ただし、株主総会が権利の除去を決議できるのは「資本減少とそれに続く資本増加とを同時に決議する」ときに、この法律案においては限定されていた。このように株主特別総会といえども新株引受権の除去を容易には決定しえないように設計されたのは、先の法律案の審議の中で LESACHÉ が示した懸念、すなわち単なる株主総会の決議に除去の決定を委ねるのであれば、白紙委任状を利用して株主総会を事実上コントロールする取締役会の権限濫用は阻止できないという考慮から、株主の新株引受権を除去できる場面を最小限度にとどめようとしたものと思われる。もともと、後述するように 1935 年 8 月 8 日のデクレ・ロワにおいては、優先引受権を除去するための要件として資本減少が同時に決議されることはもはや要求されていない。ただ、優先引受権の除去に際して取締役会および会計監査役のそれぞれに一定の記載事項を含む報告書を提出させるという形式は、このような経緯から誕生したものであった。

この法律案が審議される機会が到来するよりも早く、1935 年 6 月 8 日の法律により政府は、「フラン防衛のためのあらゆる措置を法律と同一の効力をもつデクレにより定める」ための権限を立法者より委譲された。政府はこの権限を活用し、1935 年 8 月 8 日および 10 月 30 日に一連のデクレ・ロワを公布した⁴⁹。これらのうち 8 月 8 日付のものの一つが、株

⁴⁷ *Projet de loi tendant à créer, au profit des actionnaires, un droit préférentiel de souscription aux augmentations de capital, Documents Parlementaires, Sénat, 1935, n° 35.*

⁴⁸ このほか、違反の場合について取締役の民事責任および刑事罰の規定が用意された。また、この法律案においては同法律案の規定に違反してなされた資本増加は無効にはならないとされていた（これに対し、デクレ・ロワにおいては資本増加の無効が明文で規定された）。

⁴⁹ 1935 年 8 月 8 日のデクレ・ロワによる改正内容を解説する文献として以下のものがある。A. DALSACE, *Commentaire du décret créant au profit des actionnaires un droit préférentiel de souscription aux augmentations de capital, Revue des sociétés, 1935, p. 271, Du caractère obligatoire des dispositions du décret-loi du 8 août 1935, créant au profit des actionnaires un droit préférentiel de souscription aux augmentations de capital, Revue des sociétés, 1948, p. 139 ; Henri BOSVIEUX, Du droit de souscription préférentiel des actionnaires en cas d'augmentation de capital(Décret-loi du 8 août 1935), Journal des sociétés, 1936, p. 6 ; Léon ALEXANDROFF, De la nouvelle réglementation du droit préférentiel de souscription : Commentaire du décret du 8 août 1935, La semaine*

主の優先引受権を法定するものであった⁵⁰。その内容は、1月に提出されていた法律案とほぼ同一であって、政府は自ら提出していたこの案を利用したものと思われる。

このようにフランスにおける株主の優先引受権の法定は、立法委任を受けた政府の決断によって実現したのであるが、見方によっては、立法府が繰り返し示した新株引受権の法定に対する否定的な態度にもかかわらず、政府が独断でこれを実現したとも評価できるかもしれない⁵¹。しかし、LESACHÉの法律案の難点であった新株引受権の除去の可能性の不存在を克服した政府の法律案が、議会で審議されていたとすれば結果は分からない⁵²。

juridique, 1936, p. 33 ; George CANTENOT, Le droit préférentiel de souscription, *Revue des sociétés*, 1936, p. 226 ; André DOLBEAU et Georges CANTENOT, *Réformes de la Législation des sociétés : commentaire des Décret-lois d'août-octobre 1935 et Lois subséquentes*, Rousseau et Cie, 1936, p. 103 et suiv. ; Maurice POLTI, *Les droits des actionnaires : étude des trois décrets-lois sur les bilans et comptes - droit de vote droit préférentiel de souscription*, ANSA, 1936, p. 25 et suiv. ; HOUPIN et BOSVIEUX, *op. cit.*(note 23), suppl. p. 136 et suiv. ; SOLUS, *op. cit.*(note 27), p. 295 et suiv. ; CHARRON, *op. cit.*(note 8), *Journal des sociétés*, 1939, p. 1 ; Du quelques difficultés relatives à l'application du décret-loi du 9 août 1935 sur le droit de souscription aux augmentations de capital, *Journal des sociétés*, 1948, p. 5, Sur l'application du décret du 8 août 1935 relatif au droit de souscription aux augmentations de capital, *Journal des sociétés*, 1952, p. 183 ; ROBERT, *op. cit.*(note 28).

なおフランス法における優先引受権についての国内の先行研究として、阪埜光男「新株引受権の法理」(1969年、慶応義塾大学法学研究会) 33頁以下、坂本延夫「新株引受権論」(1973年、千倉書房) 155頁以下、200頁以下および248頁以下、金沢理「フランス会社法における新株引受権」鈴木竹雄先生古稀記念『現代商法学の課題(上)』(1975年、有斐閣) 81頁がある。

⁵⁰ 立法委任の範囲である「フランの防衛」と株主の新株引受権の法定との間には直接の関係はなく、デクレ・ロワはこの限界を超えているとも考えられるが、この点について特に異論は生じなかったようである。1935年8月8日と10月30日付の一連のデクレ・ロワは、その制定以来全面的な変更を加えられることのなかった1867年7月24日の法律を補って、フランス会社法の全面改正を行うものであった。貯蓄の保護のために会社法の改正は当時必要とされた処置であり、優先引受権の法定はこの会社法改正の一環をなすものとして位置づけられる(SOLUS, *op. cit.*(note 27), n° 1)。すでにみた1933年の法律案も、「貯蓄の保護のための」と題された会社法改正案であった。

⁵¹ COURET, *op. cit.*(note 1), n° 28, p. 43.

⁵² 1934年の法律案に付された報告書にはつぎのように記されており、絶対的な新株引受権をもうけてしまうことで会社にとって必要な新株発行が妨げられないようにするという趣旨を読み取れる。この報告書は1934年の法律案の審議においてLESACHÉが繰り返し示していた懸念に対する明確な回答になっているように思われる(下線は筆者)。

「皆様、皆様をご覧の法律案は、取締役会の権限の濫用から株式による会社の資本増加における株主の権利を保護することを目的としています。資金を募集することは会社

こうした経緯により、フランス株式会社法は株主の優先引受権を法定するに至り、この権利は株式の内容の一つとして位置付けられた⁵³。1935年8月8日のデクレ・ロワが確立したこの制度は、1953年2月25日の法律および1955年5月27日の財政法律による若干の修正を経て、1966年7月24日の法律においても異論なく承認されることとなった⁵⁴。以下ではデクレ・ロワにおける優先引受権の制度を検討する。

(2) 1935年8月8日のデクレ・ロワが採用した優先引受権の制度

(ア) 優先引受権の原則

の事業の発展、または反対に危機に陥った事業の債務の支払いに備える必要性を理由としますが、いずれの場合でも、株主は新たな出資を行うという資本家としての利得の機会から排除されることがあってはなりません。

しかしながら、ひとりひとりの株主にこの点に関して不可侵かつ絶対の権利を付与するということも考えられません。

会社が財務上の窮地から抜け出すために外部の援助を必要としている場合において、その会社の支配権を獲得することができないのであれば、ある集団が窮地に陥った企業に救いの手を差し伸べることは稀であるということを経営者には考慮に入れる必要があります。

このような可能性を見越して、株主総会に株主の優先権を除去することを許すことが必要ですが、この権能は株主総会における多数派を保有していることも実際しばしばである取締役会にとって、法律をあまりに容易に曲げる手段となるおそれがあります。

これが株主総会の議決を非常に厳しい条件に服せしめることが適当な理由です。この議決は、資本増加が、被った欠損を償却することを目的とした資本減少を伴い、かつこの資本増加の動機および一切の態様が株主にしらせられるのでなければ有効とはなりません。

刑事罰が検討中の規定の遵守を確保するでしょう。しかしその違反は実施された資本増加の無効をとまなうべきではありません。この民事上の制裁は一連の求償の訴えを生じさせ、訴訟を増加させる結果になるばかりです。

以上が、我々が光栄にもあなた方の決議に法律案を服せしめる理由です。その内容はつぎの通りです。〔後略〕

⁵³ ROBERT, *op. cit.*(note 28), p. 39 ; Jean ESCARRA, Edouard ESCARRA et Jean RAULT, *Traité théorique et pratique de droit commercial, les sociétés commerciales*, t. 3, Librairie du recueil Sirey, 1955, nos 1187 et 1197.

1966年7月24日の法律以降はより明示的に「株式は優先引受権を内容に含む」と前置きしたうえで、株主は優先引受権を有すると規定されている(1966年7月24日の法律183条1項および2項、現行の商法典L. 225-132条1項および2項)。

⁵⁴ 1966年法律の立法準備作業においても、この原則について改めてとくに議論がなされることはなかった(Jean HÉMARD, François TERRÉ et Pierre MABILAT, *Sociétés commerciales*, Dalloz, 1974, t. 2, n° 421)。

1935年8月8日のデクレ・ロワは、「定款のあらゆる別段の規定にかかわらず、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」ものと定めた（1条）⁵⁵。文言の冒頭部分から明らかなどおり、これは強行法規であって、定款条項または株主総会決議による創設を待たずとも株主は当然にこの権利をもつものとされた。また、定款によっても株主の優先引受権をあらかじめ排除または制限することはできないし、株主以外の者に新株の引受権を付与することも禁じられた⁵⁶。ただし、後述するように、デクレ・ロワは既存の新株引受権の受益者についての経過措置を用意したほか、一定の要件を備えた株主特別総会決議による優先引受権の除去を認めた。

（イ）縮減可能な引受権

フランスにおける優先引受権制度の特徴の一つは、上記（ア）の優先引受権（持ち株比率に応じた一定数の新株の割当てを保証するという意味で、「縮減不能」な引受権）の行使の後に引き受けられずに残った株式（失権株）に対する第二の引受権をも強行法規として確立した点にあった。すなわち、「株主の中に以上の規定が優先権を与えた株式を引き受けなかった者がいるときは、そうして処分可能（*disponible*）となった株式は、株主のうち自らが優先的に引き受けることのできた株式の数を超えて引受けを申し込んでいた者に対して、その者の資本における割合に比例して、かつその者の請求を限度として割り当てられる⁵⁷」

⁵⁵ これが現行法まで維持されているフランス法における優先引受権の原則である。1966年7月24日の法律183条1項および2項、現行の商法典L. 225-132条1項および2項を参照。

⁵⁶ SOLUS, *op. cit.*(note 27), n° 329 ; HÉMAR, TERRÉ et MABILAT, *op. cit.*(note 54), n° 422 ; MORTIER, *op. cit.*(note 1), n° 326.

⁵⁷ MORTIER, *op. cit.*(note 1), n° 474, p. 300 の示す例を借りて、縮減可能な引受権による株式の割当ての例を以下に示す。

ある会社の新株発行において、縮減不能の引受権が行使された後に100株が引き受けられずに残ったとする。この時、3人の株主A、B、Cが縮減可能な引受けを申し込んでいた。3人の保有株式数と行った縮減可能な引受けの申込みはつぎの通りであった；

A：100株を保有しており（100単位の優先引受権）、20株の縮減可能な引受けを申し込んでいた。

B：140株を保有しており（140単位の優先引受権）、60株の縮減可能な引受けを申し込んでいた。

C：160株を保有しており（160単位の優先引受権）、残った株式全部の縮減可能な引受けを申し込んでいた。

すると、100株に対して合計400単位（100+140+160）の優先引受権が存在することになる。このとき優先引受権1単位あたりの株式の割当ては4分の1株（ $100/400=1/4$ ）である。

Aは100単位の優先引受権を有しているから、25株の割当てを受けることができる（ $100/4=25$ ）。しかしAが申し込んだのは20株であるから、実際に割り当てられるのは20

(4 条)。この超過した引受けの申込みを満たすだけの失権株が生じるとはかぎらず、実際に割り当てられる株式の数は申し込んだ数を下回る可能性があるという意味で「縮減可能」な引受権と呼ばれる権利である。

フランスの立法者がこの第二の引受権をも採用したのは、すでに述べたように、額面発行が一般的であった 1920~30 年代のフランスにおいて、第三者に先んじてさらなる引受けを望む既存株主にこの有利な引受けを申し込む機会を与えるのが一種の商業道徳とされていたことや⁵⁸、とくに失権株を身内に割り当てることで利得することがあった取締役会に対する不信があったことの反映であった⁵⁹。

株である。

B は 140 単位の優先引受権を有しているから、35 株の割当てを受けることができる ($140/4=35$)。B は 60 株の引受けを望んでいたため、完全な満足は得られないことになる。

C は 160 単位の優先引受権を有しているから、40 株の割当てを受けることができる ($160/4=40$)。C も完全な満足には至っていない。

しかしながら、A は 25 株の割当てを受けることができたはずなのに 20 株の引受けしか申し込んでいなかったために、なおも 5 株が引き受けられずに残っている。そこでこの 5 株をさらに割り当てるための処理がなされる。この場面では、5 株に対して 300 単位の優先引受権が存在することになる ($140+160$)。このとき優先引受権 1 単位あたりの株式の割当ては 60 分の 1 株 ($5/300=1/60$) である。

B は 140 単位の優先引受権を有しているから、2 株と端数となる 3 分の 1 株の割当てを受けられる計算となる ($140/60=2+1/3$)。

C は 160 単位の優先引受権を有しているから、2 株と端数となる 3 分の 2 株の割当てを受けられる計算となる ($160/60=2+2/3$)。

このとき、B と C のいずれにも 2 株しか割り当てないとすると、なおも 1 株が残ることになる。しかし 1 株を縮減可能な引受けに対して割り当てようとするならば、各人へ割り当てられるべき株式数は必ず端数となってしまい、割当てができないことになる。しかしそうだとすれば、この 1 株のために、法定の手続きにしたがい資本増加の額を修正しなければならないことになるが、その費用はこの最後の 1 株を最も多い端数を有する者に割り当てた場合に生じる持株比例の原則への侵害の程度に比べてあまりに重い。そこで上の例では、より多い割当てを受ける権利を有する C に 3 株を割り当て、B には 2 株を割り当てるという処理をする。

以上の計算の結果、A には 20 株が、B には 37 株 ($35+2$) が、C には 43 株 ($40+3$) 株が、縮減可能な引受権の行使の結果割り当てられることになる。優先引受権の行使と割り当てられる新株の数の計算方法について、さらに Alain THEIMER, *Vade mecum de droit préférentiel de souscription*, Actes pratiques et ingénierie sociétaire, juill.-août, 2010, p.36 も参照。

⁵⁸ Paris, 16 fév. 1933, *Journal des sociétés*, 1933, p. 563, *D.*, 1936. 2. 121(1^{re} espèce).

⁵⁹ もっとも、既存株主の利益保護という観点からは、資本増加の前後で資本に占める比率を維持することを可能にする縮減不能な引受権だけで十分である (ヨーロッパ共同体構成国に対して縮減不能な引受権を要請した 1976 年 12 月 13 日の第二指令も、縮減可能な引

(ウ) 株主による優先引受権の行使の機会の確保

優先引受権の存在を株主にしらせ、権利行使を可能にするため、「資本増加の引受けのために株主に用意される期間は決して 15 日間⁶⁰を下回ることはできない」(1 条)。「この期間

受権までは求めなかった)。その後の実務が明らかにしたのは、優先引受権を維持した発行においては、発行予定株式の 99%以上が縮減不能な引受けによって消化されるのが通常であって(これ自体は優先引受権が実際に行使されており、したがって機能していることを間接的に示す事情ではあるが)、縮減可能な引受けの対象となる株式数は発行される新株の数に対してごくわずかという事実であった(Dominique GERRY, *Le régime des augmentations du capital en numéraire après la loi n° 83-1 du 3 janvier 1983, Revue des sociétés*, 1983, p. 10, n° 26 ; 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 ; GERMAIN et MAGNIER, *op. cit.*(note 32), n° 2522 ; Philippe MERLE, *Droit commerciale, sociétés commerciales*, 22^e éd., Dalloz, 2018, n° 640)。そのような場合には、縮減可能な引受けにおいても比例原則が採用された結果として、縮減可能な引受権は比較的大口の株主にのみ意味のある制度となる(CHARRON, *op. cit.*(note 8), p. 6 et suiv.は、1939年の時点ですでに状況はそのようなものであったことを伝える)。そのように、大半の株主の利益にほとんど影響しないにもかかわらず、会社は縮減可能な引受けの申込みに対して、実際に割り当てられることとなった株式数を示す早見表を作成し、これを公告するといった費用を支出する結果となっていたので(MORTIER, *op. cit.*(note 1), n° 475)、後の立法者はこの縮減可能な引受権を任意法規化することとなる(1983年1月3日の法律による)。

⁶⁰ 2週間ではなく丸15日間の意と解釈された(SOLUS, *op. cit.*(note 27), n° 338, p. 305 ; HOUPIN et BOSIVEUX, *op. cit.*(note 23), suppl., p. 133)。これはLESACHÉの法律案における引受期間の下限と同一である。

ただ、実務においては、株主に優先引受権の行使を確保するために、あるいは単に実務上の処理に必要であったために、会社は公告の日から引受期間の初日までに数日間を置いたうえ、さらに3~5週間の引受期間を用意することが通常であった(CHARRON, *op. cit.*(note 49), *Journal des sociétés*, 1948, p. 26 ; Jean ESCARRA, *Cours de droit commercial*, nouv. éd., Librairie de recueil Sirey, 1952, n° 870, p. 549 ; 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 actions*, *Journal des sociétés*, 1953, p. 324 ; HÉMARD, TERRÉ et MABILAT, *op. cit.*(note 54), t. 2, n° 426, p. 368)。こうした実務は後の立法者によって採用され、まず1953年2月25日の法律は1935年8月8日のデクレ・ロワの第2条を改正し、BALOにおける趣意書の公告を要する発行において、引受期間の初日はその趣意書が掲載されたBALOの日付から6日が経過した以後の日を設定されるのでなければならないと定めた。さらに1966年7月24日の法律は、会社が確保する引受期間の最短の長さを30日間へと延長した(1966年7月24日の法律188条1項)。これら公告・通知および引受期間の確保のために法律上要求される時間の長さは、会社の機動的な新株発

は会社の本店所在地の法定公告掲載紙における、株主にその者の優先権、引受けの初日および末日ならびに株式の発行価額をしらせる通知 (avis) の掲載の日から起算される⁶¹。「資本増加による発行が 1907 年 1 月 30 日の法律第 3 条により定められた趣意書 (notice) の公告をとまなう場合は、通知はこの趣意書の中で掲載されなければならない。この掲載がなされない場合においては、会社は受領証明付き書留郵便により、第 2 条の定める掲載から 3 日以内に、記名式株式の株主に対して第 2 条で定められた情報を提供しなければならない」(3 条) ものと規定された。

(エ) 優先引受権の譲渡可能性

「この権利は引受期間中、株式自体と同じ条件で取引できる」(3 条)。この譲渡可能性は 1934 年の LESACHÉ の法律案には盛り込まれていなかったもので、1935 年 1 月の法律案の中ではじめて登場した。この規定は、既存株式 1 株から生じる優先引受権が、新株 1 株を引き受けるには足りない場合 (端数の権利を生じるとき) に意義がある⁶²。たとえば、既存株式 3 株につき新株 1 株が割り当てられるという発行においては、既存株式 2 株を有する株主は、そのままでは新株の引受けを申し込むことができないので、2 株分の端数の引受権を処分することで金銭的損失を回避し、または 1 株分の優先引受権を別途取得したうえで、新株 1 株の引き受けを申し込むことができる。

譲渡が可能であるというこの性質は、優先引受権は株式の一部すなわち従たる権利であること、すなわち、「従物は主物にしたがう (accessorium sequitur principale)」の原則により説明される⁶³。株式自体が自由に譲渡できるということは、そこから分離した優先引受権もまた自由に譲渡できることの理由となる。

優先引受権の譲渡は「株式自体と同じ条件で」行われる。つまり自由に譲渡できることが原則であるが、たとえば株式の譲渡に会社の一定の機関の承認を要する旨の定款条項があ

行を阻害する原因として、以後の批判の対象となり、こうした所要時間の短縮のための法改正が段階的に進められることになる。優先引受権制度と会社の資金調達 の便宜との調整の有り様を示す法改正の展開については、第二部第二章において述べる。

⁶¹ これ以外にも、株主がその資本増加を評価することができるようにするという観点から、発行される株式の数および券面額のほか、株主が計算しなくてもよいように新株 1 株を引き受けるのにどれだけの既存株式が必要かという比率、引受けの申込みを受け付ける場所 (会社本店、銀行など)、申込みの際に直ちに支払われなければならない金額についても、この通知に記載されなければならないとの解釈も示された (ROBERT, *op. cit.*(note 28), p. 44)。1935 年 8 月 8 日のデクレ・ロワに基づき会社が行うべき通知の見本を示すものとして、Roger GOURBEIX, *La pratique des augmentations de capital en numéraire*, Dalloz, 1963, p. 20 et suiv. を参照。

⁶² 譲渡が認められないとすれば端数となる優先引受権は無意味となり、株主はその分の損失を受け入れざるを得ないが、そのような結果は回避すべきだといわれる (HÉMARD, TERRÉ et MABILAT, *op. cit.*(note 54), t. 2, n° 431)。

⁶³ MORTIER, *op. cit.*(note 1), n° 344.

る会社においては、優先引受権の譲渡もまた同じ手続きに服する⁶⁴。

上場株式から生じた優先引受権は、引受期間において取引所で流通するというのが、デクレ・ロワによる法定以前からの実務であった。優先引受権の理論的価値は、この権利を生じさせた既存株式の資本増加の前後での値下がり幅に等しい⁶⁵。優先引受権が株式から切り離された分だけその価値が下がるということになる。発行プレミアムを付して発行される場合には既存株式の値下がり幅は小さくなるので、優先引受権の理論的価値も低下する⁶⁶。

(オ) 株主特別総会による優先引受権の除去

すでにみたように優先引受権は定款によってもあらかじめ排除または制限することはできないが、1935年8月8日のデクレ・ロワは、株主特別総会がこの権利を除去することを許した。この除去の可能性は LESACHÉ の法律案においては審議の末に退けられていたものである。これに対して1935年1月の法律案においては、経営難に陥った会社が第三者からの出資を受け入れることが必要な場面を想定して、一定の場合⁶⁷に株主総会決議による新株引受権の除去を認めていた⁶⁸。デクレ・ロワにおいては、除去が可能な場合を限定する文言は消滅したことから⁶⁹、より除去に寛容な立場が採用されたといえる⁷⁰。

⁶⁴ HOUPIN et BOSVIEUX, *op. cit.*(note 23), suppl., p. 129 et suiv. ; ROBERT, *op. cit.*(note 28), p. 55 ; GOURBEIX, *op. cit.*(note 61), p. 5 ; HÉMARD, TERRÉ et MABILAT, *op. cit.*(note 54), t. 2, n° 431 ; MORTIER, *op. cit.*(note 1), n° 347.

株式が電子化された現在では、優先引受権の譲渡もまた口座から口座への振替えによって行われる。かつて、優先引受権の譲渡は、記名式株式であれば、まず株主と株主は優先引受権の譲渡を会社に通知し、会社は株主登録簿にその株主の優先引受権が何某に譲渡された旨を記載する。株式自体にも、権利の二重譲渡または二重行使を回避するために、権利行使済を示す印を押すか、その旨の書き込みがなされる (HOUPIN et BOSVIEUX, *op. cit.*(note 9), t. 2, n° 897, p. 45 ; ROBERT, *op. cit.*(note 28), p. 56 ; HÉMARD, TERRÉ et MABILAT, *op. cit.*(note 54), t. 2, n° 431)。無記名株式の場合には、株券から切り離すことのできる紙片 (coupon) の一つに優先引受権を表象させ、この紙片を交付するという方法がとられていた (ROBERT, *op. cit.*(note 28), p. 57 ; HÉMARD, TERRÉ et MABILAT, *op. cit.*(note 54), t. 2, n° 431 ; MERLE, *op. cit.*(note 59), n° 639)。

⁶⁵ ROBERT, *op. cit.*(note 28), p. 58 ; HÉMARD, TERRÉ et MABILAT, *op. cit.*(note 54), t. 2, n° 431 ; MORTIER, *op. cit.*(note 1), n° 334.

⁶⁶ MORTIER, *op. cit.*(note 1), n° 335. もっとも、優先引受権の実際の市場価格は理論通りにはならず、様々な要因によって変化することが知られている。

⁶⁷ 法律案においては、株主総会が「被った欠損を償却するための資本減少およびこれに続く資本増加を同時に決議する場合」にのみ、権利の除去が可能であった (1935年の法律案5条)。ここでは欠損をとまなう経営難にある会社だけが想定されていた。

⁶⁸ Note 52 に引用した、同法律案に付された報告書を参照。

⁶⁹ 後述するように、除去の決議に際して取締役会および会計監査役の報告書が要求されることで濫用を防ぐには十分と考えられたからである (ROBERT, *op. cit.*(note 28), p. 74)。

⁷⁰ 1935年8月8日のデクレ・ロワ以来、フランス法は優先引受権を株式の内容、株主の個

デクレ・ロワはつぎのように規定した。「以上の規定の適用は、1867年7月24日の法律第31条の定める定足数および多数決の条件で決議する株主総会⁷¹によって排除することができる」(5条)。「そのような決議は、業務執行者または取締役会が、総会に対する事前の報告書において、資本増加の動機ならびに新株が割り当てられる者、その各人に対して割り当てられる株式数、発行価額および発行価額が定められた基礎を示さないかぎり有効ではない」(6条)。「監査役会または会計監査役は、株主総会に対する特別の報告書において、業務執行者または取締役会が本デクレ第6条で定める報告書中で示した発行価額算定の基礎が、正確かつ誠実であると思われるか否かを示さなければならない」(7条)。これらの法文中に現れる業務執行者(gérant)と監査役会(conseil de surveillance)とは、株式合資会社の場合を想定したものである。本稿では株式会社を念頭に論じる。

このように、優先引受権の除去の決議の前提として、取締役会と会計監査役のそれぞれに報告書の提出を要求するというのが、フランス法が採用した枠組みである⁷²。その狙いは、デクレ・ロワの制定までにフランスの立法者が繰り返し示した懸念の通り、取締役会が権限を濫用して新株発行を口実に不当な利益を得るということを阻止することであった。

その目的のために、取締役会の報告書には、資本増加の動機⁷³、新株の割当てを受ける

人的権利として位置づけたが(現行の商法典L. 225-132条1項2項を参照)、株主総会という集団的決定によってこの個人的権利を除くことができるというのは本来論理的ではないはずである。しかしながらすでに述べたような立法の経緯からは、総会決議による引受権の除去の可能性を認めないことが会社の資金調達のを要請を制約しすぎるという立法者の判断を見てとることができ、この方法による除去がひとつの妥協策として採用されたのである。

⁷¹ つまり株主特別総会である(HOUPIN et BOSVIEUX, *op. cit.*(note 23), suppl. p. 134; ESCARRA, *op. cit.*(note 60), n° 872; Alfred JAUFFRET, La renonciation des anciens acitonnaires à leur droit de souscription, in *La società per azioni alla metà del secolo XX: studi in memoria di Angelo SRAFFA*, CEDAM, 1962, p. 371 et suiv., n°s 22 et 28)。

⁷² 現行法まで同じ。1966年7月24日の法律186条1項、商法典L. 225-135条を参照。

⁷³ たとえば大口の債権者が会社に対する債権を株式に転換することに同意したため、優先引受権を除去して新株を発行したいというような記載が許される(HÉMARD, TERRÉ et MABILAT, *op. cit.*(note 54), t. 2, n° 434. 優先引受権の除去が決議された実際の例を示しながら検討を行う文献に、JAUFFRET, *op. cit.*(note 71), n° 5 et suiv. がある)。濫用的な除去は許されないのはもちろんであるが(Trib. com. Seine, 26 juillet 1951, *Journal des sociétés*, 1953, p. 78; Paris, 27 mars 1950, *Gaz. Pal.*, 1950, 2. 48)、会社にとっての除去の必要性は比較的緩やかに判断されると言われた(JAUFFRET, *Ibid.*, n° 25)。

⁷⁴ 1966年7月24日の法律のもとでは、株主がより正確に情報を与えられるように、取締役会の報告書は資本増加の動機のみならず優先引受権の除去の動機をも明示することが要求された(1967年3月23日のデクレ155条、Jean HÉMARD, La suppression du droit préférentiel de souscription aux augmentations de capital dans les sociétés anonymes, in *Études offertes à Alfred JAUFFRET*, Faculté de droit et de science politique d'Aix-Marseille, 1974, p. 393 et suiv., n° 6)。さらに1991年2月7日のデクレによる改正以後

者⁷⁵、その各人に割り当てられる株式の数、発行価額および発行価額の算出の基礎⁷⁶が記されなければならないとデクレ・ロワは規定した。これらの記載によって、株主は自らが失うことになる利益の大きさを除去の決議より前に把握することが可能となる⁷⁷。ここで要求されている記載事項はすべてが記されなければならない、たとえば単に資本増加の理由だけを記載した報告書では不適法であり、そのような報告書に基づいて優先引受権の除去の決議がなされても、そうして実施された資本増加は無効である（デクレ・ロワ 8 条）⁷⁸。

新株の割当先の明示は、新株の割当てを受けることがその者にとって利益となりうることを前提に、誰が利得するのかを株主に事前に把握させる趣旨であった。したがって、新株の割当先は名指しで特定されていなければならない、抽象的な記載では足りないと言われた。このことから、優先引受権を除去する決議は発行ごとに行うことが必要となり、将来の発行について包括的な除去を決議することはできないことになる⁷⁹。割当先（の候補）が確定してはじめて報告書の記載内容が定まり、その者のためにする優先引受権の除去の決議が可能となるからである⁸⁰。

は、提案されている新株発行が既存株主の状況に対して与える影響、とくに会社資本における保有比率の変化についても記載することが要求された（1967 年デクレ 155-1 条 1 項、現行の商法典 R. 225-115 条）。

⁷⁵ 株主特別総会の至上権の原則に照らせば、新株の割当先は株主特別総会が自由に決定することができるということになりそうであるが、デクレ・ロワがこの記載事項を要求したのはまさにこの点の制約にあるとされる（SOLUS, *op. cit.*(note 27), n° 345 ; ROBERT, *op. cit.*(note 28), p. 74 et 76)。

⁷⁶ 発行価額を事前に株主総会に決定させることにこの記載事項を要求する意義がある。「会社に準備金はそれほど存在しないので株式は券面額で発行する」という記載はデクレ・ロワの要求を満たすものであるという判例があり（Cass. com., 27 novembre 1950, *JCP*, 1951, 2. 6123）、これを支持する学説もある（JAUFFRET, *op. cit.*(note 71), n° 29)。

⁷⁷ HOUPIN et BOSVIEUX, *op. cit.*(note 23), suppl., p.136.

⁷⁸ Cass. com., 18 fév. 1964, *Revue des sociétés*, 1964, p. 410, note PONTAVICE.

⁷⁹ HOUPIN et BOSVIEUX, *op. cit.*(note 23), suppl., p. 136 ; JAUFFRET, *op. cit.*(note 71), n° 28 ; HÉMARD, TERRÉ et MABILAT, *op. cit.*(note 54), t. 2, nos 438 et suiv. これは 1966 年 7 月 24 日の法律のもとでの証券取引委員会 COB の採用した解釈でもある（*Rapport annuel COB*, 1987, p. 113 ; 1990, p. 169 ; 1993, p.43)。

⁸⁰ その結果として、「公衆」というのでは受益者を特定にならないために、公募を行うための優先引受権の除去も認められなかったのであるが（したがって公募は証券会社などの仲介者を割当先とし、その後に仲介者が公衆に向けて引き受けた新株を売り出すという形をとった）、新株の割当先を特定する必要性はその後の改正により緩和されている。1983 年 1 月 3 日の法律は、公募のために引受権の除去を行う場合にかぎり、取締役会報告書の記載事項から新株の割当先を除外した（同改正後の 1966 年法律 186 条 2 項「資金公募の場合には、株主総会は受益者の名を示すことなく優先引受権を除去することができる・・・」）。2003 年 8 月 1 日の法律は、公募以外の場合であっても、たとえば「従業員」に新株を引き受けさせるための除去といったような、「人の部類」（catégorie des personnes）による指定の方式

会計監査役が提出する特別報告書には、取締役会報告書に記載された新株の発行価額およびその算出の基礎が、「誠実かつ正確であると思われるか」が示される。ここでは会計監査役が取締役会の報告書に対して抱いた印象の記載で足りることとされた。優先引受権の除去それ自体や割当先の選定の是非の判断は会計監査役の任務の範囲外であるから、これらの事項については会計監査役報告書中では触れられない⁸¹。会計監査役は取締役会の報告書が適切であると考えられる場合には、単にこれを承認するとだけ記載すればデクレ・ロワの要求する報告書を作成したものと評価された⁸²。

以上は株主特別総会の決議という集团的な決定によって、個々の株主の優先引受権除去する手続きであったが、このように除去の手続きが厳格に定められたことは、各株主が個人的に優先引受権を放棄することをも許さない趣旨と解釈された⁸⁴。

(カ) 経過規定—株主以外の者に付与された既存の新株引受権の維持

デクレ・ロワは株主の優先引受権を厳格に定めた一方で、既存の新株引受権の権利者に配慮した経過規定をもうけた。すなわち、「経過措置として、本デクレ第1条の定める規範は、会社の原始定款または株主総会決議により、一もしくは数名の個別の株主、ある種類の株主、

を許容した（同改正後の1966年7月24日の法律186-3条、現商法典L. 225-138条）。こうした改正の詳細については第二部第二章において述べる。

⁸¹ HÉMARD, TERRÉ et MABILAT, *op. cit.*(note 54), t. 2, n° 440.

⁸² Cass. com., 4 déc. 1951, *JCP*, 1952, 2. 7121.

⁸³ 1966年7月24日の法律以降、会計監査役は、発行価額およびその算出の基礎が正確かつ誠実なもので「あること」を証明し（certifier）なければならないこととなった（1967年3月23日のデクレ155条3項、現行の商法典R. 225-114条3項、R. 225-115条2項）。1935年8月8日のデクレ・ロワのもとにおけるのとは異なり、現在では会計監査役は自らの責任において意見を示すことを要求されることとなり、その意味で会計監査役の義務は加重されたといえることができる（HÉMARD, TERRÉ et MABILAT, *op. cit.*(note 54), t. 2, n° 442）。1991年2月7日のデクレによる改正以後は、当該発行が株式の取引所での価格に与える理論上の影響についての意見までも求められたように、会計監査役の報告書の内容も詳細さを増した（1967年デクレ155-1条2項、現行の商法典R. 225-115条1項）。

⁸⁴ Georges RIPERT et René ROBLOT, *Traité élémentaire de droit commercial*, 6^e éd., Librairie générale de droit et de jurisprudence, 1968, n° 1549 ; HÉMARD, TERRÉ et MABILAT, *op. cit.*(note 54), t. 2, n° 435 ; GERRY, *op. cit.*(note 59), p. 30.

株主全員がそろって公証人の面前で行った優先引受権の放棄の適法性を黙示のうちに認めた裁判例として、Lyon, 16 sept. 1960, *Gaz. Pal.*, 1961. 1. p.164があるが、学説は反対している（HÉMARD, *op. cit.*(note 74), n° 5）。しかし、たとえば取締役が自身の保有するわずかな数の株式分の優先引受権を事前に放棄することによって、発行される新株数と発行済株式数の比を簡潔にしうることは指摘されており（JAUFFRET, *op. cit.*(note 71), p. 373）、立法者はこうした要請にこたえて（Avis de DAILLY, *Documents Parlementaires, Sénat*, 1982, annexe n° 78）、1983年1月3日の法律は優先引受権の個人的放棄を認めた（同改正後の1966年法律183条4項、現行の商法典L. 225-132条4項）。

受益者持分の保有者、またはとくに優先権を表象する証券の保有者に対して、本デクレの公示前に認められていた優先権については適用されない」（12条）。この規定には1935年8月8日のデクレ・ロワの公示後、10月30日のデクレ・ロワにより訂正があった。当初の規定においては、経過措置の対象となるのは、「一もしくは数名の株主に個別に、またはある種類の株主に」与えられていた新株引受権のみであったのであるが、それでは株主以外のもっとも典型的な新株引受権の受益者であった発起人持分権者の新株引受権が漏れてしまい、強行法規に触れるものとして直ちに無効となるところであった。

この経過規定は、1955年5月27日の財政法律をもって補償なく廃止され、以後、フランスにおいて新株を優先的に引き受ける権を有するのは株主だけとなった。

（キ）民事制裁

1935年8月8日のデクレ・ロワの定める規範に違反した場合の民事制裁は、その資本増加の無効⁸⁵ならびに取締役および会計監査役の民事責任である（8条）。

（ク）刑事制裁

デクレ・ロワが用意した刑事罰には、単純に1条から4条に違反した場合についてのものであるが（9条）、注目されるのはその加重類型である。すなわち10条は、「株主または株主の一部が会社財産において有する権利を奪う目的で詐欺的にこれらの違反を犯した」者に対して、単に違反を犯した者に比してとくに重い刑罰を科した（1年以上5年以下の拘禁刑）⁸⁶。これはフランスにおける優先引受権の立法の背景にあった、取締役会の権限濫用に対する立法者の厳しい態度の表れであったであろう。

小括

⁸⁵ 1935年1月の法律案においては、紛争の解決として不適切なものとして資本増加自体は無効とならないものとされていたが、この点ではデクレ・ロワの方が厳格である。除去の決議に際して必要な報告書を欠いたことを理由に資本増加を無効した原判決を維持した破毀院の判例として、*Cass. com., 7 mai 1973, Bull. civ., IV, n° 166, p. 144* がある

⁸⁶ 1966年7月24日の法律は、この加重類型とともにデクレ・ロワの刑事罰規定を引き継いだ（1966年法律451条）。1966年法律は多くの刑事罰規定を用意していたが、それらの中でももっとも重いものが、優先引受権の違反に関するこの加重類型に対して課されるものであった（*Jean LEBLOND, Sur une tentative de suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires aux augmentations de capital en numéraire, Gaz. Pal., 1971, 2^e sem. doctr., p. 491*）。

現在では会社法の脱刑事罰（*dépénalisation*）が進展しており、株主の優先引受権に関する規定の違反についての刑事罰は、除去の決議をなす総会に対して提出される報告書に故意に不正確な記載をし、または不正確な記載を承認する行為に関するものを残して（現行の商法典 L. 242-20 条）消滅している（商法典 L. 242-18 条および L. 242-19 条を廃止した2003年8月1日の法律）。

ここまで検討したように、フランスにおける優先引受権の法定は、取締役会による権限濫用から株主を保護するために行われたものだった。特に1933年の法律案の審議におけるLESACHÉの主張は、単に新株発行を株主総会に任せるだけでは、少数派の株主の保護は達成されないという当時の問題を強調するものであった。1935年8月8日のデクレ・ロワによって株主のために優先引受権が法定され、その除去には報告書を踏まえた別途の決議を要するとされたことで、取締役会の恣意は大きく制限されることになった。

そうして立法者の取組みによって実体法において株主利益の保護が達成された一方で、学説におけるこの権利の理論的な側面の検討が不十分なままに法定にまで至ってしまったという印象がある。次節では上述した立法過程と同時期、あるいはそれ以後における学説に焦点を当て、フランスにおいて株主の新株引受権、優先引受権がどのように基礎づけられてきたかを検討する。

第二節 フランスにおける優先引受権の理論

第一節では、1935年8月8日のデクレ・ロワによる優先引受権の法定に至るまでの過程をみた。それではフランスにおいて、優先引受権が認められる理論的な根拠はどのように説明されてきたのであろうか。

優先引受権によって保護される株主の利益、すなわち、日本でいうところの経済的利益と支配的利益とにあたるものが、フランスにおいてもまたこの権利の理論的根拠として言及されることは自然である。中には、そうした優先引受権の有用性に言及するだけで、その理論の説明としても十分であると考えているかのような論説も存在した⁸⁷。しかしながら真に検討を要するのは、優先引受権の根拠として提示されるそうした株主の利益が、優先引受権による保護を帰結するだけのものであるのかどうかである。以下では、優先引受権（またはその法定以前に慣習として任意に付与されていた株主の新株引受権）を基礎づけるために、株主の会社資産に対する権利（第一款）と、株主の持株比率を維持する権利（第二款）とがどのように援用されていたかについてみる。

ただ、結論としてこれらのいずれも、それだけで株主に新株に対する優先引受権を帰結するものではないとされる。そこで、今日の学説においては、株主の権利の希釈を防ぐという優先引受権の機能が有する公正性というものが主張されるのである（第三款）。優先引受権が法定されていることによって株主のこれらの利益が確保されるのであって、株主の経済的利益または支配的利益を理由として新株に対する優先引受権があるのではないという転換がここにあり（前段の言い換えとして、後段のような説明が今日でもなされることはある）、優先引受権のような制度によって保障されないとき株主のこれらの利益というものが容易にないがしろにされてしまうものであることが示唆される。実際、第一節でみたように、1935年に優先引受権が法定されることとなった立法事実は、取締役会の権限濫用から少数派の株主を保護することでも対応している。

⁸⁷ GERRY, *op. cit.*(note 1), p. 19 et suiv. ; voy. aussi COURET, *op. cit.*(note 1), n° 32.

第一款 株主の会社資産に対する権利の保護に根拠を求める見解

(1) 株主の「準備金に対する権利」とは何か

会社資産に対する株主の権利は、株主の準備金 (*réserve*) に対する権利として表現される。準備金とは、広義では、会社の純資産の価額に生じたあらゆる増加分を指し、積み立てられた利益、新株の引受人が払い込んだ発行プレミアム (株式の額面と発行価額の差) および会社資産に生じた含み益がここに含まれる⁸⁸。ある会社の株式の時価が額面を超えているとき、その超過部分は会社内部に構築された準備金を反映したものであると説明する。新株が時価を下回る金額で発行されると既存株式の価格は下落するが、それは新株が既存の株式と同じ地位で、準備金に対する権利をその持ち主に与えるからである。この点、株主に新株の引受権を与えれば、既存株主は引受権を行使することにより準備金に対して有していた権利を維持するか、または権利を売却することにより損失を埋め合わせることができる。

この準備金に対する権利の理解には、これを直接的権利とみるものと、間接的権利とみるものがある。

(2) 直接的権利説と間接的権利説

これは今日ではもはやみられない早い時期の学説であり、この見解によれば、株主は会社資産の一部分について所有権的な直接的権利を有しているという⁸⁹。このような前提から、株主の優先引受権は、法令や定款条項による創設をまたずとも、当然に生じるものであると主張する論者もあった⁹⁰。それは、誰も同意なしには所有権を奪われることはないのと同様に、株主は会社資産に対して有する権利を奪われることはないという主張であった。しかしながら、株主に優先引受権が与えられるとしても、この権利を行使しなかった場合には株主の準備金に対する従前の権利は縮小してしまうが、株主の準備金に対する権利を所有権類似の権利とみるときには、そのような形での侵害ですら、当人の同意なしには許容されないという結論になる。しかし、新株発行に株主全員の同意を要求するという考え方は、株主特

⁸⁸ GERMAIN et MAGNIER, *op. cit.* (note 32), n  2463.

⁸⁹ Edmond THALLER, *Amortissement et fonds de réserve, Annales de droit commercial*, 1895, p. 241 et suiv. ; André AMIAUD, *Traité théorique et pratique des comptes de réserves dans les sociétés par actions*, 2   d., Sirey, 1920, n  9.

⁹⁰ note 18 に掲げた文献を参照。それらよりも控え目に、株主の準備金に対する権利が深刻な危険にさらされる額面発行の場合における既存株主の新株の引受権の重要度を強調するのは、René CLAUDON, *Les abus dans l'administration des sociétés par actions*, Thèse Paris, 1926, p. 127 である。

1920 年代以降に株主にとっての新株引受権の価値を重く見るこれらの学説が登場したのも、この年代において生じた新株発行の頻度の増大と額面発行の一般化 (本章第一節第一款 1 を参照) と無関係ではないだろう。同時代の金融誌においても、株主の引受権の価値が強調されていたところである (note 7 を参照)。

別総会における多数決による定款変更の権限が確立されたことによって放棄されたものである⁹¹。直接的権利説にしたがうならば、株主のうち一人でも反対すれば会社は新株発行をなしえないことになるが、そのような結果は不合理であると批判されたのである⁹²。

したがって、さらに後の時代の学説は、会社に法人格があることを前提とするかぎり、会社資産はまず会社に帰属するものであると説く⁹³。株主は株式が与える会社に対する権利を通じて、いわば間接的に権利を有しているに過ぎない。今日では株主の準備金に対する権利は、このような間接的権利として把握するこの立場が支持されている⁹⁴。

間接的権利としての会社資産に対する権利は、会社の解散の際に、清算剰余金 (*boni de liquidation*) の分配に参加する権利として具体化することになるが、その時までは金額の確定しない抽象的権利にとどまる⁹⁵。それゆえ、会社の存続中に行われる新株発行の時点では、株主の会社資産に対する具体的権利が存在するわけではない、と説明される。

(3) 株主の準備金に対する権利は新株に対する優先引受権を帰結するか

それでは、この間接的権利説を前提として、株主の準備金に対する権利は優先引受権をもうける根拠となるものであろうか。たしかに、優先引受権は、これを行使または売却することによってこの準備金に対する権利を保全することを可能とするものである。しかしながら、その逆に、この抽象的な権利のために株主にはかならず新株に対する優先引受権が生じるという主張をなす者はない。このことは1935年8月8日のデクレ・ロワ以前の支配的学説に顕著であり、既存株主には新株引受権が当然に認められる主張は「既存株主が法律上も契約上も何ら明文の根拠をもっていない特権を、恣意的に彼らに与えるもの」として批判されていた⁹⁶。もっとも、同時代の学説も、定款または株主総会決議により付与される新株引受権の根拠は、「会社資産に対する権利の保護」であると説明していた⁹⁷。これは新株引受権の根拠の説明という名目で、その機能の説明がなされていたことになる。

さらに、1935年8月8日のデクレ・ロワは、優先引受権をすべての会社形態において法定したのでないという事実も、この結論を支持するものである。各社員が会社内部に構築された準備金に対して権利を有しているというのはどの会社形態でも共通のことであり、株式会社において準備金に対する権利が当然に新株の引受権を導くのであれば、その他の会社形態においても同様に社員に対して出資引受権が肯定されるはずである⁹⁸。しかしながら、

⁹¹ 第一部第一章。

⁹² DACHER, *op. cit.* (note 9), n° 16, p. 34 et suiv. ; DESLANDES, *op. cit.* (note 5), p. 164.

⁹³ DESLANDES, *op. cit.* (note 5), p. 158 et suiv. ; Jean-Marie BERMOND DE VAULX, *Les droits latents des actionnaires sur les réserves dans les sociétés anonymes*, Sirey, 1965, p. 35 et suiv.

⁹⁴ COURET, *op. cit.* (note 1), n° 54, p. 77 ; GERRY, *op. cit.* (note 1), p. 26.

⁹⁵ JAUFFRET, *op. cit.* (note 1), p. 47 ; Jean LACOMBE, *Les réserves dans les sociétés par actions*, Thèse Nancy, 1962, p. 179 et suiv. ; COURET, *op. cit.* (note 1), n° 54, p. 78.

⁹⁶ HOUPIN et BOSVIEUX, *op. cit.* (note 9), t. 2, p. 42, note 1.

⁹⁷ PAVÉS, *op. cit.* (note 14), p. 26 et suiv. ; VANDAMME, *op. cit.* (note 1), n° 183.

⁹⁸ COURET, *op. cit.* (note 1), n° 52.

1935年8月8日のデクレ・ロワが優先引受権を公の秩序として確立したのは「株式会社による会社」(société par actions)⁹⁹においてのみであって、有限会社などそれ以外の会社形態は対象外とされている¹⁰⁰。

最後に、法律の規定上、優先引受権は会社に準備金が存在するか否かにかかわらず存在するものであるとされているから、株主の準備金に対する権利のみによっては、新株に対する優先引受権の根拠を十分に説明することにはならないことが指摘される¹⁰¹。

このように、優先引受権には株主の準備金に対する権利を保護する機能があるとしても、その逆、株主には準備金に対する権利があるというだけで優先引受権の付与が論理的に導かれるものではないということは、フランスの学説の一致した認識である。もっとも、直感的に受け入れやすいこの説明は、新株引受権の根拠のおそらく便宜的な説明として、現在でも一般にみられるものである¹⁰²

第二款 株主の議決権比率の保護に根拠を求める見解

(1) 学説による言及の希薄さ

上述した株主の会社資産に対する権利を援用する学説が比較的早い時代から現れたのに

⁹⁹ 1935年時点で存在していたのは、株式会社および株式合資会社の2種であったが、今日ではこれに加えて略式株式会社(société par action simplifiée)、ヨーロッパ会社(société européenne)が含まれる。

¹⁰⁰ それらの人的要素の強い会社では、優先引受権を法定せずとも各社員は自らの権利を自ら守ることができるからであると説明された(ROBERT, *op. cit.*(note 28), p. 40)。1935年8月8日のデクレ・ロワに付された前書きにも、立法の目的が取締役会の権限濫用から株主を保護するためであったと記されており、弱い立場にある株主の保護が主眼であったことがわかる。もっとも、株式による会社以外の会社においても、定款によって任意に社員の出資引受権をもうけることはまったく適法である(MORTIER, *op. cit.*(note 1), n° 320。有限会社における定款上の出資引受権の適法性を認める判例として、Cass. com., 18 avr. 2000, *Bulletin Joly sociétés*, 2000, p. 920, note DAIGRE がある)。

¹⁰¹ Jean-Pierre DESIDERI, *La préférence dans les relations contractuelles*, Presses universitaires d'Aix-Marseille faculté de droit et de science politique, 1997, n° 230。

¹⁰² 1966年7月24日の法律の立法準備作業においても、国民議会(Assemblée nationale)法律委員会の所見(observations)は、優先引受権の機能として、この権利がなく第三者に対して新株が割り当てられた場合に新旧株主間に生じる、既存株主の準備金に対する権利の保護のみを挙げ、議決権比率への言及はなされていない(Observations de la commission des lois(Assemblée nationale), reproduites dans Marcel HAMIAUT, *La réforme des sociétés commerciales loi n° 66-537 du 24 juillet 1966*, t. 2, Dalloz, 1966, p. 159)。

また最新のテキストにおいても同様の説明のされ方が採用されることがある(GERMAIN et MAGNIER, *op. cit.*(note 35), nos 2162 et 2515)。これに対してMERLE, *op. cit.*(note 59), n° 357では、支配的利益の保護も言及されている。

比べて、議決権比率の保護への言及は遅れた。1935年8月8日のデクレ・ロワ以前においては、ごく数人の論者のみが、新株引受権の株主の議決権比率を維持する機能に言及している¹⁰³。そのように学説の展開が滞った理由として推測されるのは、第一に、新株引受権と議決権比率とを結びつける前提となる一株一議決権の原則がフランスにおいて法的に確立されたのが1930年代に入った後であったことである。複数議決権株式が許容されていたそれまでの法制においては、株主の議決権比率はかならずしも資本に対して占める比率によっては決定されず、この複数議決権株式の存在に大きく左右された。そうした状況であったからこそ、新株引受権は、それがときに社債権者のような者にまで付与されていたことからもうかがえるように、ある種のもっぱら金銭的な特典として把握されていたのである¹⁰⁴。

第二に、定款によって新株引受権が株主のみならず発起人持分権者に対しても付与されているような場合には、新株引受権は株主の議決権比率を保護するようには機能しえなかったことにも注意するべきである¹⁰⁵。

最後に、フランスにおいて新株引受権が実務および学説の注目を集めた経緯が、1920年代におけるインフレ下で額面発行が一般化したことにより、新株引受権が市場で相当な高値を付けるようになったからであったこと¹⁰⁶、新株引受権が議決権比率の維持に関して有する意義よりも、金銭的利益に関して有する意義をより強調する結果となったのではないと思われる。

このような経緯で、1935年に優先引受権が法定された時点では、株主の議決権比率の保護とこの権利との関連についてのフランスでの理論構築は十分でないままにとどまったのだと推測される。しかし、この時期においても、株主のうち特定の者だけに新株引受権を付与することの是非という形で、株主平等原則との関係で株主の新株引受権への言及がなされることがあった¹⁰⁷。

(2) 株主平等の原則に反した新株の割当てが無効とされた裁判例

この論点が明瞭に表れたのが1934年4月13日のParis控訴院の判決の事案であった¹⁰⁸。その舞台となった会社は、1935年12月31日を定款上の会社存続期限として控えていたと

¹⁰³ JAUFFRET, *op. cit.*(note 1), p. 15 ; Guillaume CAMERLYNCK, *De l'intuitus personae dans la société anonyme*, Thèse Paris, 1929, p. 51.

¹⁰⁴ COURET, *op. cit.*(note 1), n° 19 et suiv.

¹⁰⁵ 加えて、定款上の新株引受権はかならずしも株式の額に比例して、したがって議決権比率が維持されるように与えられていたわけではなかった。新株引受権は「ほとんどの場合に」資本の額に比例して与えられると述べる LYON-CAEN et RENAULT, *op. cit.*(note 9), n° 873-5, p. 430 は、そうでない場合があることも伝えるものである。

¹⁰⁶ DESLANDES, *op. cit.*(note 5), p. 160 ; DECUGIS, *op. cit.*(note 5), p. 50.

¹⁰⁷ Pierre LANQUEST, *Les droits de l'actionnaire dans les sociétés anonymes*, Thèse Paris, 1908, p. 110 も、新株引受権をあからさまに不平等な形で付与することを疑問視している。

¹⁰⁸ Paris, 13 avr. 1934, *Journal des sociétés*, 1935, p. 168, note HOUPIN, *D.*, 1936. 2. 121(2e espèce), note PIC, *préc.* 類似の事例として、Trib. com. Chambéry, 19 août 1927, *S.*, 1928. 2. 97, *préc.* もある。

ころ、この期間の延長を望む株主グループ（多数派）と、予定通りに会社を解散して清算剰余金の分配を受けることを望むグループ（少数派）との間に対立が存在していた。会社の発行済株式は48000株（1株の額面500フラン、資本の額2400万フラン）であったところ、多数派が約31000株を、少数派が約17000株（総議決権数の3分の1超）を保有していたので、1930年3月31日に開催された株主特別総会においては、会社の存続期間を延長する提案が否決されていた。ところで、この会社では1921年3月18日付の特別総会決議によって、会社の資本の額を4800万フランまで増加させることの決定権が取締役会に対して委譲されていたところ、取締役会はこの権限委譲を利用し、1931年3月17日に¹⁰⁹新たに12000株を発行し資本の額を3000万フランに増加させることを決定し、発行される新株のすべてを、取締役会が選定した銀行に割り当てた。払込みが行われたことでこの資本増加は即座に実現した。1931年6月16日、株主特別総会が開催され、会社の存続期間を2030年12月31日まで延長する決議が、欠席した少数派を除く全株主の賛成で成立した。そこで少数派はこの資本増加の無効を求めて提訴したところ、Paris控訴院は、定款において既存株主の新株を優先的に引き受ける権利がもうけられていないとしても、権利濫用を理由とする無効は排除されないと判示して、この資本増加を無効にした。この判決における控訴院の判示、すなわち、「取締役会の決定が、会社の一般利益のために誠実に下されたものではないこと、および、この決定がごく少数の株主を犠牲にして、または単に少数派の既存の権利をかえりみないで・・・ある株主グループを利することのみを目的としていたことが証明されたならば・・・無効は妨げられない」という個所は、フランス法における株主平等原則違反の有無を判断する定式¹¹⁰、あるいは、多数決の濫用の定式¹¹¹に対応するものである。

（3）株主平等の原則は株主の優先引受権を帰結するか

このように、株主平等原則または権利濫用の法理を通じて、1935年8月8日のデクレ・

¹⁰⁹ これは委譲の決議からちょうど10年が経過する日であるが、つぎのような学説にしたがって、権限委譲の決議が失効する前に本件の新株発行を行おうとしたものか。1943年3月4日の法律は株主特別総会による取締役会に対する資本増加を実施する権限の委譲の期間を5年に制限したが（同法律6条、1966年7月24日の法律181条1項、現行の商法典L.225-129条2項に対応）、それ以前においても、①年金の定期支給金を受け取る委任状が10年で失効することを定めた1816年5月1日のオルドナンス4条、および、②不在者が委任状を残していたときは推定相続人は10年が経過した後でなければ失踪宣告と仮の地位を定めることを請求することができないという民法典121条の類推により、期限の定めのない資本増加の権限委譲も10年で失効するとの解釈が唱えられていた（HOUPIN et BOSVIEUX, *op. cit.*(note 9), t. 2, p. 22, note 3 ; *Commentaire de la loi du 4 mars 1943 relative aux sociétés par actions*, ANSA, 1943, p. 29 ; Jean MICHEL, *La loi du 4 mars 1943 relative aux sociétés par actions*, *Gazette du Palais*, 1943, doct., p. 39 et suiv., n° 47)。

¹¹⁰ Gérard SOUSI, *L'intérêt social dans le Droit français des sociétés commerciales*, Thèse Lyon 1974, p. 323 ; MERLE, *op. cit.*(note 59), n° 664.

¹¹¹ Cass. com., 18 avr. 1961, *JCP*, 1961. II. 12164, note BASTIAN ; Cass. com., 30 nov. 2004, *Bull. Joly*, 2005, p. 241, note LE CANNU.

ロワ以前においても、多数派株主が少数派の犠牲のもと自らの利益のためにこの権利を独占することがないようにする手段を少数派株主も有していた¹¹²。しかしながら、株主平等原則が機能するのは、会社の利益に反して一部の株主だけに新株を割り当てることを阻止しようとする濫用的な場面においてのみである。したがって、新株の割当先の決定が正常に行われるかぎり、その割当ての方式が一部の株主にとって不平等であったとしても平等原則の範囲外となる。また、既存株主間の平等が問題とならないような、まったくの第三者に対する新株の割当てを阻止することもできない。結局のところ、株主平等原則は新株に対する優先引受権の潜在的な根拠にとどまり、発行される新株を引き受ける積極的権利を、明文の規定がないときにまで創造するほどの強力な原則ではなかった¹¹³。

(4) 端的に株主の議決権比率を維持する権利は認められないか

株主平等原則からは新株に対する優先引受権は導かれなくても、単純に株主の議決権比率を維持する権利を根拠とすることはできないのだろうか。ここではフランス法の態度はきわめて明白であって、伝統的に、株主が会社資本において占める比率は事実上の地位に過ぎず、法的な保護の対象ではないとされる¹¹⁴。優先引受権は既存株主の議決権比率を維持する機能を有してはいるが、逆に、事実上の地位にとどまる議決権比率の維持という要請から実定法上の権利である優先引受権を導くことはやはりできないのである。

第三款 優先引受権の公正性

(1) 理論的根拠の如何よりも、権利にともなう帰結が評価されている

以上の検討から導かれる結論は、株主の会社資産に対する権利の中にも、議決権比率の維持の中にも、優先引受権を決定的に基礎づける根拠は見出せないということである。これが

¹¹² André AMIAUD, *L'affectio societatis*, in *Aequitas und Bona fides*, Verlag Heibing und Lichtenhahn, 1955, p. 7 ; COURET, *op. cit.*(note 1), n° 69.

¹¹³ フランス以外の欧米諸国における平等原則と新株割当の方式の制限との関係について、フランスにおけると同様に、平等原則には消極的に濫用を阻止する機能しか認められていなかったという分析に関しては COURET, *op. cit.*(note 1), n° 71 et suiv. を参照。なお、上掲の Paris 控訴院判決の原審はフランスの裁判例では唯一、明文の根拠がなくとも株主には新株の引受権があることを肯定したものと思われ（判決自体は公開されていないが、*Journal des sociétés*, 1935, p. 172 における控訴院による原審の判断の引用箇所を参照）、同判決は新株を既存株主の許可を得ることなく第三者に割り当てる決定は取締役会の権限を越えるという理由で資本増加の無効の結論を導いている。

¹¹⁴ CHEVALIER, *op. cit.*(note 6), p. 90 et suiv. ; DESIDERI, *op. cit.*(note 101), n° 228. Voy. aussi, COURET, *op. cit.*(note 1), n°s 62 et suiv.

実際、定款変更は株主全員の同意を要求することをやめ、多数決による資本の額の変更を法律上認めた時点で、資本において自身が占める比率、すなわち議決権の比率を変えないままに維持する個々の株主の権利は否定されたのである。

現在でも承認されているフランス学説の立場であり、新株引受権は定款または株主総会の決議がなければ存在しないと説いた 1935 年 8 月 8 日のデクレ・ロワ以前の多数説がすでに主張していたとおりである。つまり、株主の地位それ自体からは、新株を優先的に引き受ける権利は生じない¹¹⁵。優先引受権が法定された後のフランスにおいては、この権利に実は確固たる基礎がないということがもはや意識されることはあまりなくなつたようである。それどころか、優先引受権が法定されてしまったことによって、以後フランスにおいて、その根拠の探求が停止してしまつたのではないかとも思われる。この点の検討はおくが、まずは法定された優先引受権がフランスにおいて受容され定着した背景を検討したい。優先引受権に実は理論的基礎が欠けていることを明確に意識する学説が、この権利がそれでも支持されるべき理由として述べるのは、この権利がもたらす、株主の利益にとっての公正な帰結である。すなわち、「引受権の有用性は、それがもっとも公正であることにおそらく由来する¹¹⁶。」その意味するところは、優先引受権の機能自体、つまり資本増加の前後で、会社において同じ資本比率を保持することを可能にし、したがって同じ権利を保持することを可能にするということ¹¹⁷（抗希釈化機能 *mécanisme anti-dilusif*¹¹⁸）によって説明される。優先引受権は、株主の金銭的権利および議決権比率に関して、そもそも損失を発生させないようにするという点に特徴があり、これ以外の方法は、あくまで株主に損失が発生することを前提として、これを軽減する作用をもつにすぎない¹¹⁹。こうした認識から、現在でのフランス株式会社法における新株発行規制と株主保護に対する考察の構造は、まず株主の優先引受権を維持する発行を考え、必要な場合にこの権利を除去する場合にも株主に生じる損失を最小化する方法をとる、というものとされている（現行法における枠組みについては第

¹¹⁵ Paris, 13 avr. 1934, *Journal des sociétés*, 1935, p. 168, *D.*, 1936. 2. 121(2^e espèce), préc. ; WAHL, *op. cit.*(note 1), n^{os} 76 et suiv. ; BOSVIEUX, *op. cit.*(note 8), *Journal des sociétés*, 1911, p. 385 ; JAUFFRET, *op. cit.*(note 1), p. 47 ; HOUPIN et BOSVIEUX, *op. cit.*(note 9) ; ROBERT, *op. cit.*(note 28), p. 40 ; COURET, *op. cit.*(note 1), n^{os} 77, 79 et suiv.

¹¹⁶ COURET, *op. cit.*(note 1), n^o 97. また MORTIER, *op. cit.*(note 1), n^o 319 も COURET のこの結論を引用する。また ESCARRA, *op. cit.*(note 60), n^o 870 は、株主を保護する手段として優先引受権が「もっとも衡平かつ実施がもっとも簡単」であると述べている。証券取引委員会 COB（現在の金融市場機関 AMF）も同様の理解を示している（*Rapport annuel de la COB*, 1987, p. 103 et 1990, p. 50 et suiv., et p. 166 ; Jean-Jacques ANVILE N'GORAN, Le rôle de la Commission des opérations de bourse dans la défense du droit préférentiel de souscription aux augmentations de capital, *Dalloz Affaires*, 1998, p. 1075 et suiv.）。

¹¹⁷ Jean-Jacques DAIGLE, Les émissions sans droit préférentiel de souscription, *Revue des sociétés*, 2004, p. 479 ; MORTIER, *op. cit.*(note 1), n^o 319 ; MERLE, *op. cit.*(note 59), n^o 638. この機能は、株主の新株引受権は定款による創設を待たずとも存在するという説を唱えていた NYSSENS, *op. cit.*(note 18), p. 289 によって早い時期にすでに指摘されている。

¹¹⁸ MORTIER, *op. cit.*(note 1), n^o 322.

¹¹⁹ 新株の券面額に加えて引受人が会社に対して払い込むことを要求される発行プレミアム（*prime d'émission*）がその例である。

二部第二章で述べる) 120。

(2) 法規定に現れる優先引受権の公正性

優先引受権の公正性は、この権利を創出する法律の規定自体にまず見出される。フランス法が定めた株主の優先引受権は公の秩序であるものとされ、定款によってもこれをあらかじめ廃止または制限することができない。このことは、優先引受権が単なる当事者（会社、株主）の利害を超えた社会の秩序に属していることを意味している¹²¹。会社の法令違反をその行為の無効よりも取締役らに対する刑事罰をもって抑止しようとした 1966 年 7 月 24 日の法律の中でも、もっとも重い罰則が定められていたのは、株主の権利を害する目的で犯された優先引受権に関する規定の違反に対してであったことにも注目すべきであり、優先引受権が保護するところのものを、法が重要視したことがうかがえる¹²²。法律が示したこの態度は、優先引受権を、配当を受ける権利と並ぶ株主の重要な個人的権利のひとつであることを肯定する学説によっても承認されているものといえるだろう¹²³。

(3) 関係者が認識する優先引受権の公正性

新株の発行に関わる各当事者にとっても、優先引受権の制度は公正であることから支持されている。まず、フランスの市場規制機関（証券取引委員会 COB、現在は金融市場機関 AMF）は上場会社による新株発行の場面において可能なかぎり優先引受権を維持した発行を行うように積極的に推奨してきた¹²⁴。また、会社が優先引受権を除去して公募を行う場合であっても、次善策として「優先期間」(*délai de priorité*) と呼ばれる、株主がやはり持株比率に応じて優先的に引受けを申し込むことのできる期間をもうけるように、監督下にあ

¹²⁰ Pierre-Yves CHABERT, *L'encadrement excessif des opérations d'augmentation de capital*, in *Quels avenir pour la capital sociale?*, sous la direction de Alain COURET et Hervé LE NABASQUE, Dalloz, 2004, p. 50 et suiv..

¹²¹ DESIDERI, *op. cit.* (note 101), n° 229.

¹²² note 86 を参照。

¹²³ ESCARRA et RAULT, *op. cit.* (note 53), t. 3, n° 1187.

¹²⁴ Observations de la commission des opération des bourse sur les émission de titres donnant accès au capital, *Bull. COB*, n° 202, avr. 1987, p. 1 et suiv. ; *Rapport annuel COB*, 1987, p. 97 et suiv. にはつぎのようにある。「一般に、証券取引委員会は、商事会社に関する法律の様々な規定によって表現される、株主のための優先引受権の存在を基礎づける原則にしたがい、状況からして十分に正当化される例外的な場合を除き、既存株主は自らの会社を実施する資本に関する操作のために損失を被るべきではないと考える」(*Bull. COB*, p. 4, II-2) 「優先引受権の維持は法律上も事実上も、株主の権利に影響を与える操作において株主を保護する最も完全な手段である・・・この解決はしたがって奨励されなければならない」(p. 6, II-4) と。

この数年後にも同様の立場がふたたび表明されている。 *Bull. COB*, n° 239, sept. 1990, p. 3 et suiv.

る会社に促している¹²⁵。実務からはじまったこの優先期間は、現在では法律の規定中に取り込まれた制度となっている（商法典 L. 225-135 条 4 項、R. 225-131 条。第二部第二章において詳述する）。

つぎに、この権利の受益者たる株主が、その支持者であることについては論を待たない。実際自明であるからか、この点を言明する文献はみられないが、優先引受権（縮減不能な引受権）に付随する、失権株に対する第二の引受権（縮減可能な引受権）ですら強い「愛着」の対象であることから¹²⁶、間接的に第一の引受権に対する株主の支持をもうかがい知ることができるであろう。

最後に、新株を発行する会社にとっても、優先引受権の公正性は無視することのできない要素になっている。現実には今日の上場会社の取締役会は、優先引受権を維持した発行からこの権利を除去した発行（公募など）まで各種の権限委譲を株主特別総会から受けており、その中で取締役会はもっとも適切な方式を選択して発行を実施に移すことができるのであるが、件数でも発行総額でも、優先引受権を維持した発行がこの権利を除去した発行を上回る傾向が存在する（こうした傾向については第二部の冒頭部で再度データとともにとりあげる）。このことは、取締役会も、市場監督機関や株主からの圧力もあるだろうが、少なくとも優先引受権が守る株主の利益を少なくともあからさまに無視して発行を実施することはできないということを示す事情である。

このような実務が推奨されるのも、1935年8月8日のデクレ・ロワが、法令という一種の権威のもと、優先引受権によって保護される株主の利益というものの価値をよく認識させたからであろう。フランスにおける優先引受権の法定の実際的な意義の一つは、そのようにして会社法関係者たちに、新株発行の場面における株主の利益というのは保護されるべきものであるという制度的な保障をもうけたことにある。

本章の結び

本章の第一節でみたように、フランスにおいて株主の優先引受権が法定されるに至ったのは、世界恐慌の影響が到来した1930年代前半において、取締役会が権限を濫用して新株発行を機に利得を得ていたという問題が目立っていたところ、ちょうど第一次世界大戦の勃発以来額面発行の一般化とともに実務上ごく通常の慣習となっていた新株引受権に、立法者が着目したという経緯があった。

そうした経緯とは別に、法理論的には、この権利の根拠は1935年に至るまでそれほど明らかではなかったし、今日においても優先引受権を決定的に基礎づける何らかの法的利益が存在するとは考えられていない。株主の会社資本に占める割合を変わらないまま維持し

¹²⁵ *Bull. COB*, n° 202, avr. 1987, p. 7; n° 239, sept. 1990, p. 5; *Rapport annuel COB*, 1990, p. 51.

¹²⁶ LE NABASQUE, *op. cit.*(note 59), p. 491, n° 19. 第二部第二章第一節第一款に掲げる資料においても、近時の上場会社は優先引受権（縮減不能な引受権）を維持する発行においてはほとんど常に縮減可能な引受権をも設定することが分かる。

たいという利益は、経済的な面にせよ、議決権の面にせよ、新株発行の条件が株主全員の同意から株主特別総会における多数決へと移ったことによって、単なる事実上の地位となってしまうからである（仮に割合的地位を法的保障の対象にすると、新株発行には個々の株主の同意を要する帰結となる）。そこで、理論的な基礎というよりも優先引受権のもたらず帰結が公正であることを強調するのが今日の一般的な説明となっている。優先引受権の根拠という名目で優先引受権の機能を説明している文献もあるが、重点はこの権利が株主の利益を結果として、しかし効果的に保障するというところにある。そのような優先引受権の公正性は、株主や会社、さらに市場監督機関のような新株発行に関わる各当事者の共通理解ともなっている。そして、実際に優先引受権を維持した新株発行が行われるたびに、またはこの権利を除去するための株主特別総会決議において既存株主によって新株の割当先と発行価額とのコントロールの契機が生じるたびに、優先引受権の制度のもつ上記のような意味での公正性というものが再確認され、先の認識が再帰的に強化されるという好循環をも生じるのである。

第一部の結び

第一部においては、フランス株式会社法における新株発行規制における二大原則、すなわち、①新株発行の決定権限が株主特別総会に専属するということと、②既存株主には持ち株比率に応じて新株を優先的に引き受ける権利があることを確認し、これらの原則が確立された経緯を明らかにした。第一部の結びに、改めてこれら二つの原則の間の関係について検討する。

（1）優先引受権制度による株主特別総会の新株発行権限の補完

まず強調すべきは、株主特別総会が新株発行を決めるという原則だけでは株主利益の保護は達成されなかったという点である。この事実が、フランスの立法者をして新株の優先引受権を法定せしめたからである。

実際、株主特別総会に決定権限があるといっても、会社にとっての増資の必要性を判断し、株主総会に対して議題を提出するのは取締役会であるのが通常である。加えて、たとえ株主特別総会は適切に判断をくだしたとしても、新株発行の実施は業務を執行する機関へと委ねざるをえないのであって、そうして委譲された権限は、何らかの歯止めがなければ容易に濫用されてしまう性質のものだった。たとえば、会社の存続期限を延長するか否かで対立が生じている状況で、10年も前の株主総会決議による権限委譲を使用して自派の議決権比率を3分の2超とした事案については上述した（有効期間の制限その他の権限委譲の規制の展開については第二部第一章で述べる）。優先引受権が公の秩序として採用されたのは株式による会社（1935年の時点では、株式会社および株式合資会社が該当する）のみであったのも、そうした構造のために多数派株主や取締役会の恣意に抗えない弱い立場にある株主が存在することによる¹²⁷。

¹²⁷ この点、これと同時期、日本における1938（昭和13）年の商法改正では、有限会社に

そのように、優先引受権は、株主特別総会が新株発行を決定するという原則が実質的にも機能するようにこれを補完する制度として位置付けることが可能である。このことの意義は、優先引受権を維持した発行においては、当該発行の決定の過程がどうあれ既存株主には自身の持株比率を維持する機会が与えられる。また、引受けを望まない場合であっても、株主はこの権利を売却することによって（非上場の会社では優先引受権の売却も困難なものと思われるが）経済的な損失を回避することが可能となる。これは株主総会において当該新株発行に反対した株主にとっては（賛成した株主も自身の優先引受権を売却することは何ら妨げられないが）、日本法における反対株主の株式買取請求権に類似した機能をもつことになる。もともと新株発行のためには株主全員の同意が必要であったのが株主特別総会における多数決で足りるものと変化したことを前提にすると、この機能の意味は大きい。

また、優先引受権を除去するための手続きとして、新株発行それ自体の決定とは別個の、かつ取締役会および会計監査役の報告書に基づく株主特別総会決議が要求されていることも、株主特別総会の新株決定権限を実質化するものということができる。とくに各報告書の法定の記載事項を踏まえると、新株の割当先と発行価額とを事前に株主総会に明らかにしたうえで優先引受権の除去がなされるという枠組みが確保されている。この場合には、当該決議に反対した株主も多数決にしたがって損失を甘受せざるを得ないが、取締役会の恣意的な割当てや発行価額の決定を阻止する機能としての意義は十分である。

（２）優先引受権の独立した意義

以上とは別に、株主の地位それ自体からは当然に認められるわけではないこの優先引受権があえて確立されたことで生じた変化についても無視することはできない。優先引受権の意義は、その理論的根拠よりも、公正な帰結をもたらすというその機能において今日では評価されているからである。すなわち、株主の会社資産に対する権利や議決権比率を維持する権利は法的な保障の対象にはなりえないのであるが（仮にそうであれば株主全員の同意が必要）、優先引受権は株主のこれらの利益を結果として保障する機能を有しており、それが公正にかなうといわれるのである。これは株主特別総会が新株発行権限を有する原則を補完するという範囲にはない、優先引受権制度独自の意義といえるだろう。

そして公正な制度は、実際に運用されることを通じて株主や会社に正当なものとしての認知を高め、それが制度自身の基盤を再強化する構造を生む。このような現象が 1935 年の法定以来フランスにおいて生じ、上場会社であっても優先引受権を維持した発行の方を選

ついて社員の出資引受権が法定された一方で（同改正後の有限会社法 51 条）、株式会社ではそうはならなかった（昭和 13 年以降の商法改正と「新株引受権」の扱いについて、岡本智英子「新株引受権再考」法学政治学論究 32 号（1997 年）106 頁以下、同「新株引受権と新株予約権無償割当て」法と政治 63 巻（2012 年）103 頁以下を参照。）。日本では新株引受権は閉鎖性の維持と関連付けられており、フランスで株式会社においてこそ新株引受権を法定させたような事情、すなわち新株発行の局面における既存株主の利益は、適切な法制度によって担保されないかぎり容易に危険にさらされる性質のものであるという認識は、日本の立法者の把握するところとはならなかったということであろう。

択する方が多いという今日の状況にまで至っているものと思われる。第一部では上記の二つの原則の成立に重点を置いて検討を行ったが、とくに商事会社に関する 1966 年 7 月 24 日の法律から現行法に至るまでの、会社の資金調達を容易にする必要性和これら原則との両立をめぐる法改正と実務の状況が続く第二部における検討の対象である。

第二部 原則の展開

第二部のはじめに

(1) 第二部の構成

第一部では、新株発行の場面で株主の利益を保護するためにフランス株式会社法が採用している二つの原則自体について検討した。すなわち、①資本増加（新株の発行はこれに当然含まれる。以下転換社債など資本増加を生じさせる証券の発行も想定される場合に、株式およびこれらの証券の発行を併せて資本増加ということがある）は必ず特別株主総会（*assemblée générale extraordinaire*）によって決定されること、および、②株主は持株比率に応じた新株の優先引受権（*droit préférentiel de souscription*）¹を有することの二つである。ところで、新株発行規制は、株主利益の保護と会社の資金調達の便宜を図る必要性との調整を行うべきものである。すでにみた株主保護の原則自体は単純で明らかであるが、その上で株式会社の資金調達の機動性・柔軟性への配慮をフランス株式会社法はどのように考えているかを検討しなければならない。そこで第二部では、上記二つの原則の適用と、そのために必要とされた調整とを検討の対象とする。

株式会社の新株発行を容易にするためには、株主保護のための二原則にそれぞれ対応した検討が必要である。一つは、新株発行の決定過程の柔軟化であり、特別株主総会がまずこれを決定することを前提に、その実施を取締役会（*conseil d'administration*）（または、二層制の会社では執行役員会〔*directoire*〕）という業務執行機関へと委ねる権限委譲（*délégation*）の規制が問題となる。株主特別総会には新株発行の決定はできても、自ら実施することは物理的に不可能であり、業務を執行する機関への何らかの権限委譲が介在することは必然であるから、ここでは、権限を委譲することの決定と、取締役会によるその権限の使用とにおいて、株主総会の意思が適切に表明され、実際に反映されることの確保が求められるであろう。そうした規制がなく単に株主特別総会の決議によれば足りた 1930 年ごろまでに、取締役会の権限濫用が問題となったことが優先引受権の法定につながったことについては第一部第二章でも確認した。優先引受権制度による株主特別総会の新株発行の決定権限の補完とは別に、新株発行に関する権限委譲自体にいかなる規制を用意するかがここでの関心である。第二部の第一章では、濫用を阻止しながらも、機動的に取締役会または執行役員会が発行を実施に移すことを可能にしようとする権限委譲の規制について述べる。

検討を要する第二の点は、発行自体に要する時間の長さを短縮するため、株主の新株に対する優先引受権制度の調整についてである。株主の利益を効果的に保護するこの制度は、他

¹ この権利は株式のみならず、資本増加を生じさせる可能性のある各種の証券（「資本アクセス証券」〔*valeurs mobilières donnant accès au capital*〕。転換社債などを包括する概念）の発行の場合にも原則として既存株主に留保される（L. 228-92 条 2 項により L. 225-132 条以下が準用される）。もともと *droit préférentiel de souscription* という語は、どのような種類の証券の優先引受権かを示すものではない。今日では新株の優先引受権のみならず、それら各種の証券に株主の優先引受権が存在する。

方では、株主への公告手続きおよび株主による権利行使のための期間の設定を前提としているために発行が実現するまでの所要時間を長引かせるものでもある。こちらでは、株主が権利を行使するか否かを判断するために必要な条件を確保すると同時に、会社が直面する資本市場の要請にも耐えうる制度であることが求められる。判断に不十分な時間的余裕しか与えられないとすれば優先引受権制度がかえって株主の利益とならない可能性がある一方で、優先引受権を維持して行う発行の所要時間が長すぎれば、株主の優先引受権は常に除去することが選択されるようになり、結局制度の趣旨は失われてしまうからである。こうした調整とは別個に、株主の優先引受権の除去を提案することが会社にとって有益なことがあるが、除去の手続きが硬直的に過ぎるとこれが妨げられるおそれもある。具体的には、新株の割当先を事前にどこまで明らかにしなければならぬかが問われることとなる。1935年8月8日のデクレ・ロワのもとでは、除去の受益者を株主総会に開示するという観点から、割当先は「名指し」されるものと解されていたが、この厳格さはまず新株を引き受ける者が確定しない公募との関係で問題を生じることとなる。そのように、優先引受権を維持する発行にせよこれを除去する発行にせよ、制度の理念たる株主利益の希釈化回避と、会社の資金調達が必要とがいかに両立されてきたのかを確認しなければ今日における優先引受権の制度の意義を把握することはできない。これが第二章の課題であり、そこでの結論は本論文の結論にもつながっている。優先引受権制度は実際に機能しているのか、この権利の理念がフランスの会社や株主にどれほど共有されているのかという点が、つまりフランス株式会社法における、株主の割合的地位の取扱いを示すからである。なお、第二部においても、優先引受権制度が原則として株主の割合的地位を保護し、この権利が除去される場合であっても、除去の手続きを通じて新株の割当先の指定および発行価額の決定について株主特別総会にコントロールの契機をつくり出すことによって、株主総会による取締役会に対する権限委譲の利用が適正なものとなるようにさらに補完する機能を有していることを明らかにする。

(2) 基準点としての1966年7月24日の法律と現行法までの改正の流れ

第一部でみた二つの原則が20世紀の前半に確立されたものであったのに対して、第二部における検討の対象となるのは主として商事会社に関する1966年7月24日の法律(Loi n°66-537 du 24 juillet 1966 sur les sociétés commerciales)以降となる。そこでこの法律以後のフランスにおける新株発行規制を取り囲んだ環境と法改正の歴史について、あらかじめ概観しておく。

第一に、上記の二つの原則は1966年7月24日の法律によっても採用されたことを確認したい。しかも、同法律はこれらをさらに株主利益への配慮に厚くする形で引き継ぐものであった²。フランス経済は第二次世界大戦の終結の後、「栄光の30年」(les Trente Glorieuses)

² 株主特別総会による資本増加の決定に関して、1966年7月24日の法律はその決議に際し、資本増加の動機等の法定の記載事項を備えた取締役会の報告書を要求した(180条1項、現行の商法典L. 225-129条1項)。このような報告書は、定款変更一般(フランス法において新株の発行は資本金の額の増額、つまり定款変更の一種に属する)の決議には要求されない要件である。株主の優先引受権については、この権利の行使のためにもうけられることを

と呼ばれる高度経済成長期を迎えたのであるが、その後半に制定された 1966 年 7 月 24 日の法律が制定された時点の立法者には、いまだ会社の資金調達のため、株式の発行に要する時間を短縮するといった機動性に関する考慮はなかった³。

これに続いて 1970 年には会社資本に関するヨーロッパ共同体指令の草案が公表され⁴、この草案においても、上記の二つの原則が盛り込まれていた。この草案は 1976 年 12 月 13 日の指令（第二指令）⁵に結実し、フランス国内法を拘束することとなった。現実には、1970 年の草案の公表時点で、フランスの立法者が上記二原則を放棄するような選択をなすことは事実上封じられたのである。

そのように、可能な新株発行規制の枠組みが固められた一方で、1970 年代には経済の国際化の影響がフランスにも及び、新株発行規制の緩和を要求する声も出現した⁶。実際、1970 年代には最初の規制緩和がデクレにより試みられたこともあった⁷。

要する最短の期間を、実務がそうしていたのに合わせる形で 30 日間へと延ばした（この期間は、1935 年 8 月 8 日のデクレ・ロワにおいては 15 日間であった）。

³ Renaud MORTIER, *Opérations sur capital social*, 2^e éd., LexisNexis, 2015, n° 221, p. 149.

⁴ JOCE du 24 avril 1970, reproduit dans *Revue des sociétés*, 1970, p. 570 et suiv. もっとも、優先引受権制度を柔軟化する可能性がこの草案においてすでに考慮されていた (Avis du Comité économique et social des communautés européennes du 26 mai 1971, JOCE du 6 sept. 1971)。

⁵ Deuxième directive du Conseil du 13 décembre 1976 tendant à coordonner pour les rendre équivalentes les garanties qui sont exigées dans les États membres des sociétés au sens de l'article 58 deuxième alinéa du traité, en vue de la protection des intérêts tant des associés que des tiers, en ce qui concerne la constitution de la société anonyme ainsi que le maintien et les modifications de son capital, JOCE du 31 janv. 1977.

⁶ 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^e sem., doct., p. 490 (「株主の優先引受権を廃止する試みについて」) は、そうした優先引受権の廃止の提案に対し反論する記事である。その後、Groupe de prospective juridique appliquée Sous-groupe Capital Social, Droit préférentiel de souscription des actionnaires aux augmentations de capital, *Gazette du Palais*, 1972, 1^{er} sem., doct., p. 121 et suiv. では、優先引受権を廃止するのは適当ではないが、当時の制度は会社の資金調達の妨げになっていることが確認され、その柔軟化を検討すべきであるという方針が示された。

⁷ 1973 年 2 月 22 日のデクレは、株主の優先引受権の除去を、その受益者（つまり発行される新株を割り当てられる者）の名を特定せずに決議する可能性を導入しようとした。しかしながら、優先引受権の除去が特定の者のために行われる場合のみを定めていた法律の規定と矛盾したため、死文であった。このデクレについては、Alfred JAUFFRET, La modification du capital émis dans les sociétés anonymes, notamment du point de vue des droits de souscription préférentielle, *RTD com.*, 1974, p. 190 を参照。もっとも後述するように、この試みがその後の 1983 年 1 月 3 日の法律による改正につながる事となる (Exposé des motifs de la loi du 3 janvier 1983, *Documents parlementaires, Assemblée Nationale*,

以上のような環境におかれたフランス法における新株発行規制の最初の実質改正は、第二指令を国内法化した1981年12月30日の法律から始まった。以後1983年1月3日の法律、1985年12月14日の法律、1994年8月8日の法律、2003年8月1日の法律、2004年6月24日のオルドナンスおよび2009年1月22日のオルドナンスによる改正が、今日までに行われた主要なものである（なおこの間に、2000年9月18日のオルドナンスをもって1966年7月24日の法律の規定の大部分は商法典へと取り込まれている）。これらの改正のすべてが、もちろん指令の枠内においてであるが、規制を柔軟化する方向のものであった。

1982, annexe n° 1080)。

第一章 取締役会に対する新株発行の権限委譲

本章のはじめに

(1) 本章の構成

権限委譲 (*délégation de pouvoir* または単に *délégation*) とは、一般には¹、「法律によって時に許される行為であって、ある職務の担当者（または、より稀には、この担当者を監督する者）が、この職務の遂行を他の者に移付すること」をいう²。法律により許される行為であるということは、権限委譲は法律が許容する範囲でのみ可能であることを意味する³。したがって、委譲が認められる範囲がすなわち法律による株式会社内部における機関権限分配の表出となることから、法律が新株発行、資本増加に関する権限委譲をどの範囲で許すのか、どのような限定が付されるのかを明確にする必要がある⁴。

もとより、会議体である株主総会に会社の業務執行はなしえないのであるから、新株の発行においても、少なくともその実施を取締役に委ねることを必要とするのは当然である。したがって、もっとも原始的な権限委譲は、株式会社が新株発行を行うようになったその時からすでに存在した。そしてこれに発行の委細を決定することの委任が付加されることも当然に予想される。株式会社の行う新株発行が判例にもよく現れるようになった 19 世紀の後半には、それにとまなう権限委譲の問題も姿を見せるようになり、その適法性も認められた。そのように、フランス株式会社法における新株発行に関する権限委譲は、まずこれを実施する（ただし発行の時宜などを判断することも含めて）権限の委譲から展開した。

ここで現行法へ目を向ければ、フランス株式会社法における新株発行に関する権限委譲の枠組みは、2004 年 6 月 24 日のオールドナンスによる改正によって導入されたものである。その特徴は、上記の伝統的な「実施する権限」の委譲に加えて、より広範な方式の権限委譲の二つの方式を認めた点にある。この新たな方式の権限委譲は、株主特別総会に専属する新株発行を「決定する権限」それ自体の委譲という形式をとる（もっとも、後に見るようにこの区別にどれほどの意義があるのかは疑問であり、結局のところ規制の緩和の試みにもかかわらず、かえって株主総会の意志が適正に反映されることの要請が貫徹されたと評価できると思われる）。このような現行法の区分に応じて、本稿では、まず古くからあった資本

¹ 紛らわしいが、後述するように 2004 年 6 月 24 日のオールドナンスによる改正後、株主総会が決定した資本増加について、（その細目を定めることを含め）これを実行に移す権限の委譲のことを指して講学上 *délégation de pouvoir* と呼んでいる。

² *Vocabulaire juridique*, 8^e éd. mise à jour, sous la direction de Gérard CORNU, PUF, 2007, v°< *délégation*>.

³ したがって、権限委譲は、契約の一類型である委任 (*mandat*) とは区別される。もっとも権限委譲に関して法律に規定がない事項について民法典上の委任の規定が参照されることがある (Jean-François BULLE, *Les délégations de pouvoirs*, *JCP E*, 1999, p. 1136)。

⁴ 株式会社の機関は階層化され、各機関の権限は法律に反して変更され得ないことは破毀院も繰り返し判示している (Cass. civ., 4 juin 1946, *JCP G*, 1947. II. 3518, note D. BASTIAN ; Cass. com., 18 mai 1982, *Bull. civ.*, 1982, IV, n° 185 ; Cass. com., 6 mai 1996, *Bull. civ.*, 1996, IV, n° 125)。

増加を実施する権限の委譲について、法規制の形成過程を含めて検討し（第一節）、次いで2004年6月24日のオールドナンスによる改正により新たに創設された、資本増加を決定する権限の委譲について、実施権限の委譲との異同を含めて検討する（第二節）。

（2）今日の上場会社における権限委譲の常態化

本章の論述に入る前に、現在のフランスの上場会社における権限委譲の制度の利用状況を確認しておきたい。そのためにつぎに掲げるのは、現行の商法典 L. 225-100 条 7 項の規定により、定時総会に提出される取締役会（または執行役会）の報告書に添付することが義務付けられた、資本増加に関する権限委譲の要点一覧表（tableau récapitulatif des délégations）がある。図は Renault 社のそれである。

図：2018年6月15日に開催された Renault 社の定時株主総会に提出された権限委譲の要点一覧表（出展：“Notice of Meeting”, p. 66 [https://group.renault.com/en/finance-2/general-meeting/]）

Table of current authorizations granted in respect of share capital increases					
The table hereafter details the current delegations granted by the General Meeting of April 29, 2016 to the Board of Directors with respect to share capital increases of the Company:					
	Description of the delegation granted to the Board of Directors	Specific ceiling	Overall ceiling	Duration	Implementation
14 th resolution 2016 AGM	Issuance of ordinary shares and/or securities granting access to the share capital and/or to debt securities with preferential subscription rights	€350 million (about 30% of the share capital)			None
15 th resolution 2016 AGM	Issuance of ordinary shares and/or securities granting access to the share capital and/or to debt securities without preferential subscription rights of the shareholders, by way of public offer	€120 million (about 10% of the share capital)			None
16 th resolution 2016 AGM	Issuance of ordinary shares and/or securities granting access to the share capital and/or to debt securities, without preferential subscription right, by way of private placement	<ul style="list-style-type: none"> • €60 million (about 5% of the share capital) • amount being deducted from the specific ceiling of €120 million set in the 15th resolution for the issuances implemented without preferential right of the shareholders 	€350 million on which the amount of the share capital increases implemented pursuant to the 20 th resolution will also be charged	26 months as from April 29, 2016	None
17 th resolution 2016 AGM	Issuance of ordinary shares and/or securities granting access to the share capital, without preferential subscription rights, in the event of an exchange tender offer initiated by the Company	<ul style="list-style-type: none"> • €120 million (about 10% of the share capital) • amount being deducted from the specific ceiling of €120 million set in the 15th resolution for the issuances implemented without preferential right of the shareholders 			None
18 th resolution 2016 AGM	Issuance of ordinary shares and/or securities granting access to the share capital of the Company or companies of which it owns directly or indirectly more than half of the share capital or another company (except in the event of an exchange tender offer initiated by the Company)	<ul style="list-style-type: none"> • €120 million (about 10% of the share capital) • amount being deducted from the specific ceiling of €120 million set in the 15th resolution for the issuances implemented without preferential right of the shareholders 			None
19 th resolution 2016 AGM	Increase of the share capital by incorporation of reserves, profits or premiums	€1 billion	N/A	26 months as from April 29, 2016	None
20 th resolution 2016 AGM	Increase of the share capital by issuance of shares reserved for employees of the Company or affiliated companies, without preferential subscription rights	<ul style="list-style-type: none"> • 1% of the share capital of the Company • amount being deducted from the specific ceiling of €120 million set in the 15th resolution for the issuances implemented without preferential right of the shareholders 	€350 million on which the amount of the share capital increases implemented pursuant to the 20 th resolution will also be charged	26 months as from April 29, 2016	None

この一覧表から、2018年6月15日の株主総会開催日において、同社の取締役会に授与

されていた株式その他の証券の発行（資本増加）に関する権限がどのようなものかが分かる。図中には、株主の優先引受権（preferential subscription right）を維持して行われる発行に関する権限委譲と、この権利を除去して行われる発行に関する権限委譲とがいずれも存在している。取締役会はこれらの選択肢の中でどの権限委譲を利用することも選ぶことができるのだから、優先引受権によって株主が権利の希釈化から保護されるかどうかは取締役会の判断次第となっている。権限委譲には期限が付されているが（図ではいずれも権限委譲の決議日から 26 か月後〔これはこの種の権限委譲について法律が許容する最長の期間である〕とある）、期限の到来ごとに新たな権限委譲が改めてなされる結果（実際、2018 年 6 月 14 日開催の総会では、図に記されていた権限委譲の更新が議案とされた）、取締役会が常に新株発行の決定権限を確保し続けているとすれば⁵、これは日本法における授権資本制度と差がないのではないかとも思える。

しかしながら、現実には権限委譲のひとつひとつの背後に、また優先引受権の除去の前提に株主総会の決議が存在するということは、第一部で確認した原則のとおりである。取締役会に対して与えられた権限委譲がいくつも存在することは、むしろ株主利益を保護しようとする規制の結果とみなしなければならない。株主総会から取締役会に与えられる権限委譲の規制を扱う。株主総会に業務の執行能力はないため、自ら決定した新株発行であっても少なくともその実施については取締役会に委ねざるを得ないのは当然であるが、問題はどの範囲でそうした委譲を許容するのかという点である。実際の規制は、後述するように①有効期間の制限といった権限委譲自体に加えられるものと、②優先引受権を除去した発行における発行価額またはその算定方法は（優先引受権がある場合には発行価額は問題とならない）、権利の除去を決議する株主特別総会が決めるものとされているように、直接には優先引受権制度にともなう規制であるが、結果としてこの場合に発行価額の決定を取締役に委ねることはできない結果となるものとが併存する。

第一節 新株発行を実施する権限の委譲

第一款 1943 年 3 月 4 日の法律以前

（1）新株発行を決定する権限を取締役会に対して付与する定款条項の残存

フランスにおいてかつて株式会社を規律する中心的法律であった、商事会社に関する 1867 年 7 月 24 日の法律は、新株発行に関する規定を用意していなかった。これに関して、株主特別総会が資本の額の定めの変更を決定する権限を有することについては、19 世紀末にまず判例によって肯定され、次いで、優先株式に関する 1902 年 7 月 9 日の法律を修正する 1903 年 11 月 16 日の法律の後に法律の規定上も異論のないところとなったことについては、第一部の第一章において述べたとおりである⁶。

⁵ 上に掲げた図 1 の Renault 社にかぎらず、上場会社であれば新株発行に関する各種の権限委譲を受けていないものは見当たらない。

⁶ すなわち 1903 年法律による改正後の商法典 34 条は、定款中で「直接かつ明白な禁止」がなされていないかぎり、特別株主総会が優先株式を発行することができると規定し、この

ところがこれ以降においても、取締役会の決定によって新株発行を決定することができる旨の条項が原始定款において記載されていることがしばしばあった⁷。このような定款条項は 19 世紀のうちから用いられており、適法性も承認されていたもので⁸、会社を契約と捉え、会社内部の権限分配が定款自治に委ねられていた時代の名残であった。

これに対して、はじめに上記の 1903 年 11 月 16 日の法律の制定から間もない時期に⁹、これに続いて株主特別総会の万能の定款変更権限が明文化された 1913 年 11 月 22 日の法律以降（同改正後 1867 年 7 月 24 日の法律 31 条 1 項）、そして遅くとも「あらゆる別段の定めにかかわらず」株主特別総会はこの定款変更権限を有するとされた 1930 年 5 月 1 日の法律の制定の後には（同改正後 1867 年 7 月 24 日の法律 31 条 1 項）、取締役会に資本増加の権限を委譲する定款条項は、強行法規に抵触するものとして無効ではないかという疑義が生じたのだった¹⁰。

しかしながら、この種の定款条項は当時きわめて広く普及しており、フランスの株式会社に定着していた¹¹。株主特別総会の権限が法律上明らかとなった 1930 年以降においてすら、

法文に基づいて、普通株式の発行による資本増加は当然特別株主総会が原則として決定することのできる事項だと解されたのだった（第一部第一章第二節第四款（2）を参照）。

⁷ これに対して、会社設立後にこの種の定款条項がもうけられた場合には、株主特別総会による取締役会に対する新株発行の権限委譲が、定款条項の形で明文化されたものとして扱われた。その結果、あらゆる新株発行はこれを決定した株主総会の日から 5 年以内に実現しなければならないという後述の期間制限に服することとなる。

⁸ 取締役会に対して新株発行の決定権限を委ねるこの種の定款条項について言及する、この頃の学説および裁判例として以下のものがある。Charles LYON-CAEN, note sous Cass. civ., 30 mai 1892, *S.*, 1892. 1. 561 ; Albert WAHL, Étude sur augmentation de capital, *Annales de droit commercial français, étranger et international*, 1893, II, p. 81, 161, 273, 361, et 1894, II, p. 14, 98 et 186, n° 25 ; Trib. com. Seine, 23 juill. 1889, *Revue des sociétés*, 1890, p. 32 ; Paris, 14 janv. 1891, *Journal des sociétés*, 1891, p. 528 ; Trib. com. Seine, 26 oct. 1904, *Journal des sociétés*, 1905, p. 176.

⁹ Gabriel BOURCART, *De l'organisation et des pouvoirs des assemblées générales dans les sociétés par actions notamment au point de vue des modifications à apporter aux statuts*, Librairie générale de droit et jurisprudence, 1905, n° 52, p. 201 et suiv.

¹⁰ Edmond-Eugène THALLER, *Traité élémentaire de droit commercial à l'exclusion du droit maritime*, 8^e éd. par Jean PERCEROU, Rousseau et Cie, 1931, p. 447, note 1 は、1913 年 11 月 22 日の法律以後、取締役会に定款変更権限を授権する定款条項の適法性は「少なくとも疑わしい」と述べている。

¹¹ Édouard COPPER-ROYER, *Traité des sociétés anonymes*, 4^e éd., Dalloz, 1931, t. 3, p. 585, note 3 には、これが「非常にありふれた条項でありきわめて一般的な慣習にしたがうものである」とある。また Jean ESCARRA, *Cours de droit commercial*, nouv. éd., Librairie de recueil Sirey, 1952, n° 868 はこの種の定款条項が「頻繁に」用いられていたと、さらに Jean HÉMARD, François TERRÉ et Pierre MABILAT, *Sociétés commerciales*, Dalloz, 1974, t. 2, n° 402 は「大変ありふれた」ことであつたと伝えている。

学説および判例はその有効性を弁護したのである。その説明としては、こうした定款条項が「会社設立の条件の一つであり、引受けを通じてすべての株主によって同意を受けている」であるとか¹²、このような条項が「法人の意思」であり、新株発行の決定は通常は株主総会の決議を通じてのみ表明されるものであるが、その例外として創立総会によって適法に承認された原始定款によって示されることもあるといわれた¹³。また、取締役会が行うことのできる資本増加の額の上限さえ定められていれば、株主特別総会の権限を恒久的に無意味にするわけでもないから、その権限の侵害にはあたらないとも説明された¹⁴。ただしこれらの学説も、そのような上限額が定められていない場合には、当該定款条項は不適法であり無効となる可能性があるとしていた¹⁵。

裁判例にもこうした条項の適法性を肯定するものがある。下級審ではあるが1928年の判決は¹⁶、創立総会により承認されていた、取締役会に対して一定額を上限として資本増加を決定する権限を付与する定款条項が適法であること、および、そうした定款条項は金額に上限が定められていなければ無効であることとを判示しており、上述の学説と軌を一にしていた。

このように学説および裁判所に支持されることによって、法律は株主特別総会に定款変更を決定する権限を付与している一方で、定款において取締役会が新株発行を決定することが可能とされている会社があるという齟齬が生じていたのである。

これに加えて、つぎにみるように株主特別総会の決議による資本増加の実施の委譲についても、その有効期間に明確な上限がないために混乱を生じていた。

(2) 権限委譲の有効期間

新株発行を決定する際には、日本法にいう「募集事項」（日本会社法199条）にあたる、発行の態様（modalités）を定める必要がある（実施の時、資本増加の額、発行価額、新株の割当先¹⁷、払込みの条件など）。株主特別総会はこれらすべての事項について自ら決定す

¹² Charles HOUPIN et Henri BOSVIEUX, *Traité général théorique et pratique des sociétés civiles et commerciales et des associations*, 7^e éd., Administration du Journal des Notaires et des Avocats, 1935, t. 2, n° 879.

¹³ COPPER-ROYER, *op. cit.*(note 11), t. 3, n° 568.

¹⁴ Charles HOUPIN, note sous Trib. Départ du Nord(section de Douai), 1^{er} déc. 1928, *Journal des sociétés*, 1929, p. 583.

¹⁵ HOUPIN et BOSVIEUX, *op. cit.*(note 12), t. 2, n° 879 は、資本増加の額に制限を設けなければ「有効に委任することはできない」とする。また COPPER-ROYER, *op. cit.*(note 11), t. 3, n° 568 には「無効と結論される可能性がある」とある。この問題については Charles HOUPIN, note sous Trib. Départ. du Nord(section de Douai), 1^{er} déc. 1928, *Journal des sociétés*, 1929, p. 583, préc. も参照。

¹⁶ Trib. Départ. du Nord(section de Douai), 1^{er} déc. 1928, *Journal des sociétés*, 1929, p. 583.

¹⁷ 既存株主に新株の優先引受権があるときには、この権利の除去がなされないかぎり、割当先の決定は自由でない。

ることができるが、それでもその実施の段階では、「執行担当者」(agent d'execution)、あるいは「団体の腕」(bras d'un corps)¹⁸たる取締役会に任せざるをえないといわれていた。

加えて、株主総会の開催には費用がかかるから、取締役会が新株発行を行うことが必要であると判断するたびに、株主特別総会を招集しその決議を得なければならないというのは不都合である。そこで、株主特別総会はあらかじめ発行の大まかな条件を決定しておき、その実施の時期など細目の決定は取締役会に委ねるという権限委譲の可能性が検討されることになる。1867年7月24日の法律はこのような権限委譲の可能性についても沈黙しており、後述する1943年3月4日の法律6条に、資本増加を「決定し、または『許可した』株主総会」という文言が現れるまで、新株発行に関する権限委譲がありうることは法文上明らかではなかった¹⁹。

しかし、このような法律の沈黙にもかかわらず、学説および判例はそれ以前からそうした権限委譲の適法性を承認していた²⁰。そこでは、取締役会に対する資本増加の権限委譲が適法であるために株主特別総会に要求されるのは資本増加の額の上限を定めることだけであり、それ以外の条件の決定は取締役会へ任せることが認められていた²¹。反対に、資本増加

¹⁸ COPPER-ROYER, *op. cit.*(note 19), t. 3, n° 568 b.

¹⁹ この点を指摘するのは以下の文献である。Henri BOSVIEUX, La nouvelle loi du 4 mars 1943, sur les sociétés par actions, *Journal des sociétés*, 1943, p. 17 ; Jean MICHEL, La loi du 4 mars 1943 relative aux sociétés par actions, *Gazette du Palais*, 1943, *Gazette du Palais*, 1943, doct., n° 53 ; HÉMARD, TERRÉ et MABILAT, *op. cit.*(note 11), t. 2, n° 402.

²⁰ つぎの文献を参照。WHAL, *op. cit.*(note 8), n° 26 ; Cass., 2 fév. 1892, *Journal des sociétés*, 1892, p. 222. 事案は、株主総会が会社資本を一定額まで増加させる権限を取締役会に対して委譲していたところ、取締役らはこの権限委譲を利用して会社資本を5万フランから20万フランへと増加させたというものであった。破毀院は、このような資本増加には何らの瑕疵もなく、この関係で取締役に責任を生じさせるものでもないとした控訴院判決を維持した。

²¹ Charles HOUPIN, Organisation, compétence et pouvoirs des assemblées générales extraordinaires (Art. 31, loi du 24 juillet 1867), *Journal des sociétés*, 1880, p. 547 ; Société anonyme. -Assemblée générale ordinaire. -Délégation de pouvoirs au conseil d'administration. -Pouvoir statutaire conféré à l'assemblée Générale ordinaire ou au conseil d'administration pour la modification des statuts, *Journal des sociétés*, 1907, p. 344 ; WHAL, *op. cit.*(note 8), n° 26 ; Charles LYON-CAEN, note sous Cass., 16 juill. 1901, *S.*, 1902. 1. 257 ; BOURCART, *op. cit.*(note 9), nos 28 et 52 ; J. PERCEROU, Du pouvoir de l'assemblée générale extraordinaire dans les sociétés par actions à l'effet de modifier les statuts, envisagé spécialement au point de vue de la loi du 16 novembre 1903 sur les acitons de priorité, *Journal des sociétés*, 1907, p. 55 et suiv. ; COPPER-ROYER, *op. cit.*(note 19), t. 3, n° 568, p. 585 ; HOUPIN et BOSVIEUX, *op. cit.*(note 12), t. 2, nos 879 et 1244 ; Jean ESCARRA, *Cours de droit commercial*, nouvelle éd., Librairie de recueil Sirey, 1952, n° 866 ; HÉMARD, TERRÉ, et MABILAT, *op. cit.*(note 11), t. 2, n° 403.

PERCEROU (*Ibid.*)によれば、優先株式に関する1903年11月16日の法律以降、定款を

の額の上限を定めない権限委譲は許されないものとされた。定款に直接記載される資本の額の増加の幅そのものは資本増加の単なる態様ということではできないから²²、株主特別総会が関与する必要があると説明される。

そのように、取締役会に対する権限委譲が可能であるとしても、これに期限がもうけられなかったならば、それは取締役会に新株発行の決定権限を与える定款条項と同じ機能を有し、法律が公の秩序として株主特別総会に対して新株発行の決定権限を付与したこととやはり抵触する結果となる²³。この点、学説には、委任契約は委任者または受任者の死亡によって終了するという民法典 2003 条を援用して、新株発行に関する権限委譲は会社が存続する限り継続するとの見解が一方にあった。これに対して、①年金の定期支給金を受け取ることの委任状が 10 年で失効することを定めた 1816 年 5 月 1 日のオルドナンス 4 条、および、②不在者が委任状を残していたときは、推定相続人は 10 年が経過した後でなければ失踪宣告と仮の地位を定めることの申立てができないという当時の民法典 121 条の類推により、新株発行の権限委譲に期限が定められなかったときは 10 年で失効するとの解釈も存在したが²⁴、明確な解決を与える裁判例もない状態であった。

変更することの権限委譲は、たとえ対象が特定されていたとしても、それは法律が株主特別総会だけに留保した権限の移転であり、常に不法な権限の混同に当たるとされる。そして、取締役会に対して金額を特定せず、かつ任意の時に新株を発行して資本増加を行わせるような権限委譲は認められず、そのようなことを許すとすれば、1867 年 7 月 24 日の法律 31 条が要求している、あらゆる資本の変更に関する株主の最低限度の権利の確保を排するものであり、株主たちを取締役会の恣意に対抗できないようにさせるものであると述べる。

²² HÉMARD, TERRÉ, et MABILAT, *op. cit.*(note 11), t. 2, n° 403. 他方で、発行プレミアム (prime d'émission 発行価額と株式の額面との差額であり、会社資本には含まれない) の額は、取締役会に具体的金額の決定を委ねることができるものとされている (Cass. com., 19 sept. 2006, *RTD com.*, 2007, p. 174, obs. Paul LE CANNU)。

²³ ESCARRA, *op. cit.*(note 21), n° 868.

²⁴ HOUPIN et BOSVIEUX, *op. cit.*(note 12), t. 2, p. 22, note 3 ; X, *Commentaire de la loi du 4 mars 1943 relative aux sociétés par actions*, ANSA, 1943, p. 29, MICHEL, *op. cit.*(note 19), n° 47.

この点、1934 年に下された Paris 控訴院の判決 (Paris, 13 avr. 1934, *Journal des sociétés*, 1935, p. 168) の事案はつぎのようなものであった。定款上の存続期間の満了が迫っていた会社において、予定通りに解散するか、それとも定款を変更して存続期限を延長するかについて株主グループ間に対立が存在した。会社には準備金 (réserves) が構築されており、予定通り解散し清算すれば株主たちは清算剰余金 (boni de liquidation) の形でその分配を受けることができるはずであった。1929 年以降、会社の取締役会は、期限延長に賛成している側の株主集団が支配していたところ、1921 年 3 月 18 日に開催された株主特別総会決議による授権に基づき、10 年後の 1931 年 3 月 17 日に発行済株式の 25% にあたる数の新株を、取締役会構成員側の株主グループに属する者を引受人として額面で発行することを決定した。少数派株主はこの発行の無効をもとめて提訴し、裁判所によって認容されたのであるが、ここで注目されるのは、多数派が支配する取締役会が発行に踏み切ったのが、1921

以上のように、取締役会に対する新株発行に関わる権限の委譲は、定款条項によるものであれ、株主特別総会の決議によるものであれ、株主特別総会に新株発行の決定権限を専属させたことを無意味にしてしまう危険をはらんでいた。とはいっても、そうした状況が生じたのにも一応の経緯があつたことだったため、実務の側から変革がなされることは最後まででなかったのである。そこでこの問題の解決は立法へ委ねられることとなったのである。

第二款 1943年3月4日の法律による権限委譲に関する法規制の導入

上記のような問題を解決したのは、株式による会社に関する1943年3月4日の法律(Loi du 4 mars 1943 relative aux sociétés par actions)であった。なお、この法律はヴィシー政府のもとで施行されたものであり、したがって議会資料が存在しておらず、同法律の内容を検討する当時の文献も同じ制約のもとで記述されたものであることに留意する必要がある。

(1) 取締役会に新株発行の決定権限を委ねる定款条項の禁止

第一に、取締役会が新株発行(資本増加)を決定することができる旨の定款条項に関しては、1943年3月4日の法律7条1項がつぎのように規定した

株式による会社に関する1943年3月4日の法律

第7条

①取締役会・・・に対して株主総会の事前の許可なく資本増加を実現する権限をあらかじめ付与するあらゆる定款条項は無効であり記載のないものとみなす。

②〔省略〕

この法文によって、それまで残存していた上述のような慣習に終止符が打たれることとなった。法文に限定は付されていないことから、株主総会が関与しないで資本増加が可能になるかぎり、すべてこの規定の適用があるものと解釈された²⁵。このような解決は、法律が株主特別総会に付与することとした権限を定款条項によって移転してしまうことを不可能

年の株主総会の日からちょうど10年の期間が満了しようとする日だったことであり、権限委譲が10年で失効するという学説を意識したことが推測される点である。この意味では、法律上明確な規則がなくとも、実務上10年が権限委譲の有効期間の上限となっていたといえよう。もっとも後述するように1943年3月4日の法律によりフランスの立法者は、そうした権限委譲の有効期間を5年と制限したのであるから(その理由は、5年たてば決議当時の資本増加の理由がなくなっているからだとされた)、10年という上限は長すぎであったということになる。

²⁵ 1943年3月4日の法律の制定から間もない時期に同法律を解説する文献が一般にこの規定の適用対象を原始定款に記載されたものにかぎるのに対し、1966年7月24日の法律後の文献である、HÉMARD, TERRÉ, et MABILAT, *op. cit.*(note 11), t. 2, n° 402は、設立後に株主特別総会の決議によって挿入された条項も同条の対象となり、記載のないものとみなされるとする。

とし、株式会社の機関同士の秩序を回復するものとして、当時の学説によっても承認された²⁶。

もっとも、この法改正を待たずとも、1867年7月24日の法律のもとでは会社設立後の資本増加の際にも設立時と同じ資本構築の手続き（同法律1条）が課される結果として、引受けおよび払込みを確認する取締役会の宣言を検査するための株主総会が開催されたので、この総会の場において株主たちはその承認を拒絶することによって当該資本増加の実現を阻止することは可能であった。しかしながら、すでに実質的には完了している資本増加を宣言の検査の段階で拒絶することは現実には困難であるといわれていた²⁷。1943年3月4日の法律によって、すべての資本増加について株主総会が事情を事前に把握したうえで判断を下すことが可能とされたのである。

（2）株主総会による取締役会に対する権限委譲の期間制限の導入

第二に、1943年3月4日の法律はその6条において、取締役会に対する権限委譲に期間制限をもうけることとした。

株式による会社に関する1943年3月4日の法律

第6条

資本増加は、それを決定し、または許可した株主総会から起算して5年の期間内に実現されなければならない、さもなければ無効である。〔以下省略〕

この法文が要求しているのは、新株発行（資本増加）が直近5年以内の株主総会決議に基づいていることであり、したがって厳密にはこれは権限委譲の期間制限ではないが、取締役会による発行の決定は当然発行の実現に先行するので、権限委譲の期間制限の効果も有している。

5年という上限の設定の適否については、議会資料がないため立法者の意図を直接に知ることはできないが、当時の学説によれば、5年が経過したならば株主総会が権限委譲を決議時点には存在していた新株発行の動機が消滅しているか、または少なくとも薄れていると考えられるため、株主総会の意思を再度確認する必要があるものと説明されている²⁸。このような理解は、権限委譲の期間制限の趣旨が株主総会の意思を適切に反映させることであったということを示すものである。なお、5年というのは最長の場合であり、株主特別総会はより短い期間に限定して権限委譲を決議することもできる。

この5年という上限は、現行法に至るまで取締役会に対する新株発行の権限委譲に関しての一般法として存続しており、すべての新株発行は当該発行を決議した株主総会から5年以内に実現しなければならないというのがフランス法における新株発行規制の一要素となっている（1966年7月24日の法律181条1項、現行商法典L. 225-129条2項）。

²⁶ BOSVIEUX, *op. cit.*(note 19), p. 15 ; MICHEL, *op. cit.*(note 19), p. 39 et suiv., n° 51.

²⁷ BOSVIEUX, *op. cit.*(note 19), p. 15.

²⁸ BOSVIEUX, *op. cit.*(note 19), p. 17.

第三款 1966年7月24日の法律による1943年3月4日の法律の承継

前款で述べたように1943年3月4日の法律が導入したこれらの規制が、その後どのように引き継がれることとなったかを確認する。5年という期間制限の上限が、1943年のその導入以来現在まで変わっていないことについては、前款の末尾において触れたので、ここでは取締役会に対して新株発行の決定権限を付与する定款条項の禁止について述べる。これについて1966年7月24日の法律がもうけたのはつぎのような規定であった。

商事会社に関する1966年7月24日の法律

第180条

①～③〔省略〕

④取締役会または執行役会に対して資本増加を決定する権限を付与するあらゆる定款条項は記載のないものとみなす。

本規定の趣旨は1943年3月4日の法律第7条と同じものであると説明されている²⁹。この規定によって新株の発行は株主特別総会のみが決定することができるものとされ、定款によっても取締役会にこの権限を付与することはできないことが、1966年7月24日の法律のもとでも承認された。

ただし、1966年7月24日の法律が商法典に取り込まれた後にも存置された本規定は(2000年9月21日施行の商法典L. 225-129条VIを参照)、2004年6月24日のオルドナンスによる改正の際に削除されている。もっとも、それは取締役会に新株発行の決定権限を委ねる内容の定款条項が再び適法と認められるようになったということの意味しない。もとより、2004年の改正後においてもL. 225-129条の第1項は、株主特別総会への新株発行決定権限の専属を定める条文である(「株主特別総会だけが・・・資本増加を決定する権限を有する」)。加えて、同じ2004年の改正後の商法典L. 225-149-3条3項は、このL. 225-129条1項の違反は必要的無効(*nullité nécessaire*)³⁰により制裁されることを定めているからである。すでにみたように、1943年3月4日の法律第7条が導入された目的は、新株発行の決定権限は株主特別総会にあるということが法律上はすでに明らかになったにもかかわらず残存していた実務に終止符を打つことであった。この当初の狙いは2004年までにすでに達成されており、同種の規定を設置しておく必要はなくなったのだと理解することができるだろう。

なお、つぎに掲げる1966年7月24日の法律180条3項は、取締役会に対する新株発行

²⁹ HÉMARD, TERRÉ, et MABILAT, *op. cit.*(note 11), t. 2, n° 402.

³⁰ 必要的無効とは、その違反の事実が認定されたときは、裁判官は必ず無効を言い渡さなければならないということを用いる。法文上は「無効である」(*sont nulles*)と表現されている。これに対して、無効を言い渡すか否かについての裁量が裁判官に残されているときは、それは任意的無効(*nullité facultative*)といい、「無効とすることができる」(*peuvent être annulées*)と表される(L. 225-149-3条2項および3項対照)。

に関する権限委譲が可能であることを明確化した。取締役会への権限委譲が可能であることを明記しておくことが望ましいと立法者が考えたためであるとされている³¹。

商事会社に関する 1966 年 7 月 24 日の法律

第 180 条

①・②〔省略〕

③株主総会は取締役会・・・に対して資本増加を一または複数回にわたり実施し、その態様を決定し、その実現を確認し、そして対応する定款変更を行う権限を委譲することができる。

本節の検討対象である新株発行を「実施する」権限の委譲の法的枠組みは以上のような経緯で成立したものであり、その要旨は、発行の決定権限はあくまでも株主特別総会に属し、定款によってもこれを取締役に移転することはできないこと、つまり、権限委譲は必ず株主特別総会の決議に基づくことを確認する一方で、株主総会決議から 5 年以内に実現することを条件として、取締役会に対してその実施を委ねることができるものとするというものであった。このほか、他の法規または一般原則により、取締役会には以下のような制約が課される。

①資本増加の上限額が株主特別総会により定められること

権限委譲に際して、株主特別総会は少なくとも資本増加の上限額を定めることが必要であると解されることは上述した。当該発行により変動する資本の額は、新株発行の単なる態様の一つにはとどまらない本質的要素であって、株主特別総会だけが決定しうる性質のものである。したがって 1966 年 7 月 24 日の法律 180 条 3 項にも明記されていないが、これ以降も取締役会に対して資本増加の額までも決定させることはできないという解釈が引き続き採用されていた³²。

②優先引受権の存在による新株の割当先を制約

1935 年 8 月 8 日のデクレ・ロワによる新株の優先引受権の法定以前には、発行される株式の割当先を制限する規定はなく、定款、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自由に割当先を決定することができた³³。しかし、このことには取締役会が割当先を自由に決定できるということには危険も存在した（後述（エ）を参照）。1935 年

³¹ Marcel HAMIAUT, *La réforme des sociétés commerciales, Loi no 66-537 du 24 juillet 1966*, Dalloz, 1966, p. 157. Voy. aussi Robert TROUILLAT, *Le droit nouveau des sociétés commerciales : la loi du 24 juillet 1966 et les textes d'application commentés*, Entreprise Moderne, 1967, p. 409.

³² この点につき、前注 15 を参照。

³³ ESCARRA, *op. cit.*(note 21), n° 870.

の優先引受権の法定の後には、所定の条件を満たす株主特別総会の決議によってこの権利の除去がなされないかぎり、取締役会に新株の割当先を自由に選択する裁量は消滅した。

③取締役会は株主特別総会による権限委譲の内容に反してはならないこと

株主特別総会は新株発行の態様のすべてを自ら決定することができるのであり、取締役会に対して委ねられるのは真にその実施のみということもありうるが、実際には比較的広い裁量を取締役に認めるような権限委譲が行われることの方が多いとされる³⁴。それでも株主特別総会は、望むならば新株発行の態様のうち特定の部分について自ら決定することは何ら妨げられず、裁判例によれば、たとえば発行価額は額面とするという留保を付すことや³⁵、資本増加は全額金銭出資によるといった条件を加えることができる³⁶。そうした条件が付された場合には、株主総会の決議に基づいて権限を委譲される取締役会は、それに拘束されることとなる。

④権限濫用の禁止

取締役会は株主総会から委譲された権限を濫用することはできない。

もっとも典型的な事例として、Chambéry 商事裁判所の 1927 年の判決の事案³⁷では、株主特別総会が新株発行（資本増加）を決議し、「この資本増加を行い、所定の上限の範囲内でその額を確定し、その態様を定め、新株の権利の内容を定め、そしてその判断にしたがい既存株主に新株の優先引受権を留保しまたはしない」ための全権を取締役に委譲していた。しかし、取締役会が実施した資本増加はつぎのようなものであった。すなわち、発行される新株は異常な比率の複数議決権株式であって、この発行前において会社の資本は 900 万フランで総議決権数は 1 万 4000 個であったのに対し、この時発行された株式には総額 12 万 5000 フランの払込みに対して全部で 1 万個の議決権が付与されていた。既存株主には新株の引受権が与えられてはいたが、株主に対する引受けの条件の通知は遅延し、しかもこの権利行使のための期間はごく短く設定されていたため、取締役以外の株主は実質的に引受権を行使することは不可能であった。その結果引き受けられなかった失権株も取締役の間で割り当てられ、その結果として、これらの株式のほぼすべてが取締役により獲得された。この発行の無効を求める訴えにおいて裁判所は取締役会の権限濫用を認定し発行を無効とした³⁸。

³⁴ Paul TROUSSIÈRE, Informations nouvelles des actionnaires en cas de fusion ou d'augmentation de capital (décret no 91-153 du 7 février 1991), *Gazette du Palais*. 1991, 2^e sem., doct., p. 634.

³⁵ Pau, 22 mars 1957, *Revue des sociétés*, 1957, p. 163.

³⁶ Cass. com., 10 févr. 1969, *JCP*, 1970. 2. 16393.

³⁷ Trib. com. Chambéry, 19 août 1927, *S.*, 1928. 2. 97, note SOLUS ; *Journal des sociétés*, 1929, p. 296, note CORDONNIER.

³⁸ この事案は、1935 年に株主の新株の優先引受権が法定されることになった背景の一つとしても援用されている (Georges ROBERT, *Du droit préférence de l'actionnaire à la souscription d'actions nouvelles en cas d'augmentation de capital*, Thèse Paris, 1940, p.

1930年代に複数議決権株式が禁止され、株主の優先引受権が法定されて以降、ここまであからさまな濫用は不可能となっている。そのためか、1966年7月24日の法律以降に取締役会の権限濫用が認定された事件は見当たらない（株主特別総会における「多数決の濫用」は別の問題である）。優先引受権制度の、新株発行の決定過程を公正に保つ機能がこの点にも表れているものと思われる。

第四款 1994年8月8日の法律による柔軟化の試み

(1) 改正が求められた理由

以上のように、新株発行を「実施する」権限の委譲は、常に株主特別総会の決議に基づくことを要し原始定款によってもあらかじめ取締役会に対してこの権限を委ねておくことは許されないこと、5年の有効期間の制限、および、優先引受権または一般法理によるその他の制限のもと、1966年7月24日の法律の施行時点で完成をみていた。実際、このような枠組み自体は現行法においても変わらずに維持されているものである。そうした伝統的な方式の権限委譲の不都合さが指摘されるようになったのは、株式以外の新たな種類の証券の増加のためであった³⁹。フランス法のもとで株式とは異なるが後に新株の発行を生じる可能性のある証券として、1953年2月25日の法律による株式転換社債（obligations convertibles en actions）⁴⁰、1969年1月6日の法律による株式交換社債（obligations échangeables en actions）⁴¹および1983年1月3日の法律による株式引受権付社債

20)。1935年8月8日のデクレ・ロワは、株主の縮減不能な引受権の行使の後に引き受けられずに残った株式も、株主の中でさらなる引受けを望む者の間に割り当てることを定めている（株主の縮減可能な引受権）。これによって取締役会が恣意的に残部の株式を身内に割り当てるということはできなくなった（裁判例として、Paris, 25 mars 1952, *S.*, 1953. 2. 181では、1935年8月8日のデクレ・ロワの定める公示が適法に行われなかった場合に、取締役会による失権株の第三者への割当てが不適法（株主の引受権の侵害にあたる）であり無効とされた）。

³⁹ 以下の記述については Philippe BISSARA et Jean-Pierre BOUÈRE, *Les propositions du CNPF de modernization du régime des émissions de titres de capital*, *Bulletin Joly Sociétés*, 1994, p. 12 et suiv.を参照。

⁴⁰ しかしながら1953年2月25日の法律の制度は厳格に過ぎて活用されなかったため、1966年7月24日の法律は制度を柔軟化し、最終的に1969年1月6日の法律で現在の転換社債の制度が固まった（Michel GERMAIN et Véronique MAGNIER, *Traité de droit des affaires*, t. 2, *Les sociétés commerciales*, 22^e éd., LDGJ, 2017, n° 2427）。

⁴¹ 1965年にCompagnie bancaire社が行ったこの種類の証券の発行が成功したことが立法者に注目されたことによって法定されたものである（GERMAIN et MAGNIER, *op. cit.*(note 40), n° 2427 ; Alain COURET Hervé LE NABASQUE et d'autres, *Droit financier*, 2^e éd., Dalloz, 2012, n° 510 et p. 345, note 4)。転換社債との違いは、社債権者がいつでも即座に株主となることができるように、社債と引き換えに交付される株式は新たに発行されるものにかぎらず既存の株式でもよいという点である。

(obligations avec bons de souscriptions d'actions)⁴²が順次導入された。以上の法律は各種の証券を個別に制度化したものであったが、これに次ぐ1985年12月14日の法律に際して、フランスの立法者は今後さらに証券の種類が増大することを予想し、その性質を問わず「会社資本の一部を表象する証券の割当てを受ける権利を与える証券」(複合有価証券:valeurs mobilières composées)に共通の規則をもうけることとしたのである(1966年7月24日の法律339-1条以下)。

その一方で、1985年12月14日の法律以後も、株式転換社債、交換社債、株式引受権付社債を規律する既存の条文は残されたので、証券の種類ごとに独立した規定が併存するという状況となった⁴³。

これらのいずれの証券も、最終的に株式が発行され会社資本の額の増加を生じる可能性を有するものであることから、その発行は株主特別総会によるものとされ、かつ原則として既存株主に優先引受権が認められる。取締役会に対してこれらの証券の発行に関する権限委譲が可能なのは株式の発行の場合と同様であるが、証券の種類ごとに条文が区別されていることからつぎのような必要を生じた。すなわち、①株主特別総会による権限委譲の決議は、発行を検討中の証券の種類ごとに発行総額を定めて行わなければならない。②証券の種類ごとに、株主の優先引受権を維持する発行とこれを除去する発行とがあり、それぞれにつき別個の権限委譲の決議を行うので、株主特別総会が行わなければならない決議の数はさらに倍になる。③権限委譲の有効期間の上限は、上述の5年を原則としながらも、優先引受権が除去されるときには短縮される特則があり、優先引受権を除去した株式の発行では、発行の態様に応じて2年または3年に短縮された(1985年12月14日の法律による改正後の1966年7月24日の法律186-1条1°、186-2条1°および186-3条3項)。また株式引受権付社債の優先引受権を除去した発行(2年)および独立した株式引受権のみの発行(1年)についても特殊な有効期間の上限の定めが存在していた。

そのように法規定が複雑化した結果として、株主特別総会に提案される、これら各種の証券を発行することに関する権限委譲の決議案の数は多数にのぼることとなったが、これでは株主の大半にはそれぞれの決議の内容を適切に理解することができなかった。しかしこれらの決議は株主の利益にとって重大な意義をもつものである。加えて権限委譲の有効期間が1年ないし5年で不揃いであることは、株主特別総会が権限委譲を更新すべき周期を乱すので、実務上不都合であるということが指摘された。このような状況で、CNPF(フランス経営者団体評議会、現在のフランス企業運動 MEDEF)は1993年に、資本増加に関す

⁴² 株式の引受権は社債本体とは切り離して流通しうるもので、転換社債に比べてより完成された制度であると評価される (COURET, LE NABASQUE et d'autres, *op. cit.*(note 41), n° 511)。

⁴³ 証券ごとに適用される規定が異なるという状況は、2004年6月24日のオールドナンスが、これらの証券をまとめて「資本アクセス証券」(valeurs mobilières donnant accès au capital)の名の下に統一することによって解決される。後述するように、このように2004年6月24日のオールドナンスによる複合有価証券の規則の統一によって、証券の種類ごとに権限委譲がなされ全体が容易に把握できないという弊害は緩和されたことで1994年8月8日の法律による包括的権限委譲の立法事実の一部は失われることになる。

る権限委譲の制度の簡略化および柔軟化を提案したのだった⁴⁴。翌年、経済および金融に関する各種の規定を定める 1994 年 8 月 8 日の法律 (Loi n° 94-679 du 8 août 1994 portant diverses dispositions d'ordre économique et financier) においてフランスの立法者はこの

⁴⁴ CNPF, La modernization du régime des émissions de capital, rapport d'un groupe de travail présidé par Philippe BISSARA, avril 1993. BISSARA et BOUÈRE, *op. cit.*(note 39), p. 16 et suiv.が、その提案の趣旨を詳らかにしているため、つぎに引用する。

「発行の決定ならびに発行の態様を定めることはもちろん株主特別総会の権限である。今日では、株主特別総会はその任務を取締役に付与することもできる。提案されている大改革の一つはまさにこの権限委譲の方式に関するものである。

今日、個別の制度がいくつも存在していることから、発行を検討する有価証券の種類ごとに権限委譲の決議を採択することを株主総会は強いられており、しかも周知のとおり、それぞれの授權は 1 年ないし 5 年の間で様々な固有の継続期間を有している。

[中略] しかし、10 以上の決議が継ぎ足された結果として総額が明らかでないことも一般的であり、決議ごとの存続期間は様々なうえ、[年をまたぐ] 複数回の株主総会により採択されたものであるというのと、単一の決議によってあらゆる種類の発行を許し、その総額および条件について定める方法との間には大きな違いがある。すなわち、ここには株主の意見の取得を容易にし、株主総会の絶対権をよりよく確保するような、より優れた明快さがある [強調原文]。

ただ一回の決議で授權資本の額を確定するということは、授權の有効期間もただ一つしかないということの意味する。

優先引受権が除去される場合について短期の有効期間を調整すると同時に有価証券の種類ごとに個別の有効期間を定めることにも同時に配慮しなければならないために、多様な有効期間があふれる結果となり、そのため今日この有効期間の氾濫が混乱の原因となっている。集会のたびに、株主総会は全体を見通すこともできないまま、失効したいくつかの授權を更新することを求められることになる。

1 年から 5 年の間で、共通の期間を一つ選ばなければならない。この共通の期間は 3 年とすることを提案する。なぜならこの期間は長すぎてもならず、5 年では経済状態、企業の状況さらには株主集団の構成が大きく変化する可能性があるからである。しかし同時に株主総会が「特別の」構成体 [特別総会のこと] をあまりに頻繁に形成しなければならないということをも回避しなければならない・・・[中略]。

決議がただ一つであるということは、授權資本が資本証券に通じるすべての有価証券の発行を対象とすることおよび株主総会が取締役に発行を許可するというところをも意味している。その許可の射程を決定するのはもちろん株主総会の任務である。

株主総会が取締役に与える権能を非常に広くとることができるし、反対に、たとえば一定の有価証券を用いることを禁止し、またはさらに株式の発行だけにこれを制限することで、この権能を制約することもできる。

したがって単一の決議を用いることを義務付けられないとしても、これを用いれば取締役会または執行役会の発行の権限を簡略に認識し、容易に検査することを可能にするだろう。」

提案を一部採用し、つぎにみるような権限委譲の新たな可能性をもうけたのである。

(2) 「包括的権限委譲」の可能性

1994年8月8日の法律は、証券の種類および優先引受権の有無ごとに行われる従来の権限委譲の可能性については手を付けないまま存置する一方で、新たな方式の権限委譲を認める法文を付け加える改正を行った。すなわち同改正後の1966年7月24日の法律180条IIIは以下のように規定していた。

商事会社に関する1966年7月24日の法律（1995年2月1日の法律による改正後）

第180条

I. 株主特別総会だけが、会社に応じて取締役会または執行役会の報告書に基づき、資本増加を決定する権限を有する。〔以下省略〕

II. 〔省略〕

III. ①株主特別総会は自ら各発行の態様を定めることができる。

②株主特別総会は、会社に応じて取締役会または執行役会に対して、ある種類の有価証券の発行を一回または複数回にわたり実現し、発行の額を定め、その実現を確認し、対応する定款変更を行う権限を委譲することもできる。

③株主特別総会は、自らが決定する資本増加のため指定された総額（*plafond*）の限度内で、かつ、会計監査役の報告書を踏まえて採択される別個の決議により株主特別総会自身が優先引受権なしに実現されうる資本増加の金額を定めるという条件のもとにおいて、会社に応じて取締役会または執行役会に対し、26か月の期間内に、一回または複数回にわたり、この資本増加を生じさせる有価証券の発行を行い、その実現を確認し、対応する定款変更を行うために必要な権限を委譲することもできる。

④本段第3項に定める権限委譲は、先行するすべての権限委譲の効力を失わせ、かつ再度これらを決議することを禁止する。〔以下省略〕

⑤本段第3項の定める権限委譲を行う場合には、株主総会は269条の適用により発行される優先株式（*action de priorité*）および283-1条の適用により発行される投資証券（*certificat d'investissement*）のそれぞれに個別の総額（*plafond particulier*）を定めなければならない。株主総会はこのほか、その他のすべての種類の有価証券のそれぞれについて個別の総額を定めることもできる。

IV. 以下〔省略〕

証券の種類を超え、この新たな権限委譲の方式は包括的権限委譲（*délégation globale*）と呼ばれた。

この包括的権限委譲を用いる場合には、株主特別総会は取締役会に対して許可する資本増加の総額を定めれば、実際に発行される証券の種類（株式、転換社債など）は取締役会の選択に任せることができるとされている。ただし、株主の優先引受権を除去する発行および優先株式の発行についてはさらに個別の総額を株主特別総会自ら決定することを要求している（同条III第3項および第5項）。いずれにせよ、この新たな法制のもとでは、権

限委譲の数が一つのみで済まされることが最大の特徴である⁴⁵。

包括的権限委譲の有効期間は、1943年3月4日の法律以来の一般法である5年よりも短い26か月に制限されている。立法者によればこれは手続きの簡便さと、従来に比べ広範な権限委譲により危険にさらされる株主の保護との調整のため、年次株主総会において2年ごとに株主に再度判断を下す機会を付与するためであった⁴⁶。26か月という設定は、年次株主総会が毎年同じ日に開催されるわけではないことに配慮して、丸2年に加えて2か月の余裕をもうけたものである。

権限委譲の数を一つにしぼるという制度の趣旨を貫徹するため、法文は包括的権限委譲を行った会社において、それが以前に決議された既存の権限委譲を失効させる効果をもつこと、さらに、包括的権限委譲があるかぎり改めてほかの権限委譲の決議をなすことはできないことを明文化している（1966年7月24日の法律180条III第4項）。これにより一社の株式会社にはただ一つだけ資本増加に関する権限委譲が存在するという状況が確保される。そのようにして証券の種類ごと、優先引受権の有無ごとの権限委譲が多数併存するという煩雑な状況を回避する手段が株式会社に対して与えられた。

他方でこの新たな方式の権限委譲においても、優先引受権を除去した発行および優先株式の発行の上限額は株主特別総会が別途定めるものとされ（これらの発行は既存株主の利益に大きく関わるため、こうした措置がとられることは必要なことであったと思われる）、また26か月という短い期間制限が課されているように、包括的権限委譲が株主の利益を損なう危険を小さくするための配慮が示されていることに注意が必要である。

こうして1994年8月8日の法律によってひらかれた、伝統的方式の権限委譲よりも広範な方式の権限委譲の可能性は、次いで2004年6月24日のオールドナンスにおいてさらに形を変えて引き継がれることになるのであるが、これについては本章の第二節で述べる。

（3）上場会社における権限の復委譲の許容

1994年8月8日の法律はさらに、上場会社の取締役会を対象として、自らが株主総会から与えられた権限委譲をさらに復委譲することを認めた。

商事会社に関する 1966年7月24日の法律 第180条

⁴⁵ Jean-Pierre BOURÈRE, *Augmentation de capital : mode d'emploi du nouvel article 180 de la loi sur les sociétés*, *Bulletin Joly Sociétés*, 1995, p. 8 et suiv.を参照。

⁴⁶ Gérard TRÉMÈGE, *Rapport fait au nom de la commission des finances, Documents parlementaires, Assemblée Nationale*, 1994, annexe n° 1349, p. 152 は、「この期間〔26か月〕は、効率性に配慮して定められたものです。実際この期間は会社の実質そのものを拘束する行為について株主の定期的な意見聴取を可能にしつつも、毎年を更新を要求することによって手続きを無用に加重することを回避するものです」と説明する。CNPFも同様の配慮から5年より短い期間を提案していたが、この提案は3年ごとの更新をいうものであったから（注44における引用を参照）、1994年8月8日の法律が採用した2年毎の更新はこれよりも株主の意見の反映を重視するものであるといえる。

I.～IV.〔省略〕

V. ①その発行する証券が公式相場 (cote officielle) または二部市場 (cote du second marché) に上場している株式会社〔1996年7月2日の法律による改正後は、規制市場 (marché réglementé) に上場している株式会社〕において、会社に応じて取締役会または執行役員はその会長 (président) に対し、資本増加の実現に必要な権限およびこれを止める権限を委譲することができる。取締役会または執行役員は会長が服すべき制限および従うべき資本増加の態様を定めることができる。

②会長は、会社に応じて取締役会または執行役員に対して、取締役会または執行役員が定めた条件にしたがい行われたこの権限の使用を報告する。

③会社に応じて取締役会または執行役員は、次の株主通常総会に対して、株主特別総会によって以前に票決された資本増加の許可の使用を報告する。

VI.およびVII.〔省略〕

1994年8月8日の法律による改正においては、資本増加に関する権限の復委譲は、取締役会会長に対して（執行役員設置会社では、執行役員から執行役員会長へ）認められている⁴⁷（1966年7月24日の法律180条V第1項）。この復委譲の可能性は、合議制の機関である取締役会の招集に必要な時間をも省略して、日々変化する市場に応じて迅速に発行を実施に移す必要性に立法者がこたえて導入されたものと説明される⁴⁸。同条2項および3項では、権限委譲の使用について、復委譲を受けた会長から取締役会または執行役員への報告義務および取締役会または執行役員から株主総会への報告義務が規定された。事後の報告義務が、権限委譲または復委譲を受けた者の効果的な監督を確保するために適切だと考えられたためである⁴⁹。この事後の報告義務については後述する。

この権限の復委譲 (subdélégation) の制度も、2004年6月24日のオルドナンスによって修正を受けたうえで引き継がれる（後述、本章第二節）。

小括

本節では、株主特別総会が決定した新株発行を「実施する権限」が取締役に委譲される際の法的規制を検討した。実際には、株主特別総会はその上限額さえ定めるのであれば、そ

⁴⁷ 復委譲を受けることができる者は、1994年8月8日の法律の元では会長にかぎられ、この他の者への復委譲は認められない。このことは、権限委譲は法律が許す範囲内でのみ可能であることの帰結であるし、立法者もとくにこのことに言及している (TRÉMÈGE, *op. cit.*(note 46), p. 153)。

⁴⁸ TRÉMÈGE, *op. cit.*(note 46), p. 153 ; 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*, 1994, p. 635 ; Alain COURET et Jean-Louis MEDUS, Les dispositions de la loi du 8 août 1994 portant DDOEF intéressant le droit des sociétés, *Bulletin Joly Sociétés*, 1994, p. 906.

⁴⁹ TRÉMÈGE, *op. cit.*(note 46), p. 154.

れ以外の細目（態様）の決定は取締役会に委ねることができると解釈されたため、この方式の権限委譲によっても取締役会は十分に広範な権限を手中にすることができた。実際、権限委譲の規制が加えられる以前においては、取締役会による権限の濫用の危険すらあったのである。

このような危険は、まず 1935 年 8 月 8 日のデクレ・ロワによる株主の新株に対する優先引受権の法定により（第一部第二章）、次いで上述した 1943 年 3 月 4 日の法律による新株発行の決定権限を取締役に付与する定款条項および権限委譲の有効期間の規制、さらに、権限委譲を受ける者に課された報告義務（資本増加を決定する株主特別総会に対する取締役会の報告書提出義務ならびに権限委譲の使用に関する事後の報告義務）という対処策がもうけられたことを改めて確認したい。これらの制約こそ、新株発行に関する権限委譲について、会社が行う株式等の発行の決定過程の機動性の確保と、会社資本の変更について株主総会の意思の表明および適切な反映を目指すこととの調整のために、フランス株式会社が見出した工夫だからである。実際に、1994 年 8 月 8 日の法律が上場会社について認めた権限の復委譲により、株式等の発行の決定過程はこれ以上のものはないまでに短縮された。これが可能であるのは、株主総会の意思はあらかじめ反映されていることと、事後の説明義務が課されていることとに負っている。新株発行が常に株主特別総会の決定に基づくというのは、その決定過程の機動性という観点からは負担となりそうであるが、権限の委譲および復委譲を前提とするときは、必ずしもそうはいえないと思われる。それでいて、権限の委譲を通じ、株主総会が新株発行を決定するという原則が事実上無力化されることがないような枠組みが維持されているのである。

株主特別総会が「決定」した新株発行を取締役に「実施」させることは当然必要であるため、1994 年 8 月 8 日の法律の後、現行の権限委譲の制度を形作った 2004 年 6 月 24 日のオールドナンスによる改正後も、新株発行を実施する権限委譲は存続する。ただ、2004 年の改正は、1994 年に導入された包括的権限委譲の後継となる制度として、株主特別総会は自身のもつ新株発行を「決定する権限」そのものの委譲を許容した。これは法理論的には重大な転換であるかのように見えるが、実際に従来の「実施する権限」の委譲と比較した場合にどのような意義があるかについては、次節において検討する。もっとも、実際には大きな差は生じないことが明らかになるであろう。

第二節 新株発行を決定する権限の委譲—2004 年 6 月 24 日のオールドナンスによる改正後の権限委譲の新たな規制

商事会社により発行される有価証券の取扱いの改正および商事法制を修正した諸規定の海外領土への拡張を定める 2004 年 6 月 24 日のオールドナンス（Ordonnance n° 2004-604 du 24 juin 2004 portant réforme du régime des valeurs mobilières émises par les sociétés commerciales et extension à l'outre-mer de dispositions ayant modifié la législation commerciale）による改正後、株式会社における新株発行に関する権限委譲は、1994 年 8 月 8 日の法律における包括的権限委譲の後身として新規に導入される「決定権限の委譲」（délégation de compétence）と、第一節で述べた伝統的方式の権限委譲を指す「実施権限

の委譲」(délégation de pouvoir)との二方式に区別されることとなった⁵⁰。なお、商法典は2004年6月24日のオールドナンス以降も改正を加えられており、資本増加に関する規定にも一部変更があった条文があるが、本章では基本的に現行の法文に依拠して記述を行う。

第一款 新株発行の「決定権限の委譲」とは何か

1994年8月8日の法律は、1993年に公表された上述のCNPFによる提案をすべて採用したものではなかったため、実務からの批判はその後も続くこととなった(この点は、権限委譲にかぎらず株主の優先引受権制度の柔軟化についても共通する)⁵¹。このため、2004年6月24日のオールドナンスに先行して、立法府においても法律案が提出されたことがあった⁵²。CNPFの後進のMEDEF(フランス企業運動)は、AFEP(フランス私企業協会)およびANSA(全国株式会社協会)とともに2003年にも資本増加制度について株式会社法を改正する案を提示し⁵³、これらの案が2004年6月24日のオールドナンスに影響を与えたといわれる⁵⁴。したがって2004年6月24日のオールドナンスによる改正は、先行する改正と同

⁵⁰ 商法典 L. 225-129-2 条 1 項には、「株主総会が取締役会または執行役会に対して資本増加を決定する自らの権限 (compétence) を委譲するときは・・・」とあり、それが「決定権限の委譲」であると法文は考えている。他方で L. 225-129-1 条には「株主特別総会が自ら資本増加を決定するときは、取締役会または執行役会に対して証券の発行の態様を定める権限 (pouvoir) を委譲することができる」とあり、これにしたがえば”délégation de pouvoir”は「態様を決定する権限の委譲」とでもいうべきものであるが、前者の「決定権限の委譲」との間で紛らわしいため、本章第一節の表題と対応するように、本論文では「実施権限の委譲」と訳する。

⁵¹ 1994年8月8日の法律以後の資本増加の法規制の過度な厳格さを批判した文献として、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. 45 et suiv. がある。

⁵² まず1997年2月に議会外で改正の草案が作成された後(この草案については Bernard CAILLAUD et Daniel BOULLET, *Valeurs mobilières : émission, placement, droits des porteurs*, *Gazette du Palais*, 1998, 2^e sem., doct., 10 oct. p. 1293 et suiv.を参照)、2001年に後の2004年6月24日のオールドナンスと共通した内容の改正を盛り込んだ法律案(Projet de loi portant diverses dispositions d'ordre économique et financier, *Documents parlementaires, Sénat*, 2001, annexe n° 346)が元老院(Sénat)へと提出された(法律案の第29条を参照)。これらの運動が目指していたのは「資本証券または資本アクセス証券の発行の実現のための株主総会の決定および権限委譲の手続きを改善すること」であり、優先引受権については、「これらの証券の発行および募集の技術的方式を柔軟化すること」とまとめられる(CAILLAUD et BOULLET, *Ibid.*, p. 1294)。

⁵³ AFEP-ANSA-MEDEF, *Propositions pour un droit moderne des sociétés*, octobre 2003.

⁵⁴ Alain COURET et Hervé LE NABASQUE, *Valeurs mobilières, Augmentations de capital, Nouveau régime, Ordonnances des 25 mars et 24 juin 2004*, Éditions Francis Lefebvre, 2004, n° 112 ; Jean-Pierre MATTOU, *Les nouveaux pouvoirs financiers des organes de*

様、制度の緩和を目指すものであった。株主総会からの権限委譲については、1994年8月8日の法律によりもうけられた包括的権限委譲に代わる、さらに新たな方式の権限委譲を定めている。

商法典

L. 225-129 条

①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、即時 (*immédiate*) または一定期間後 (*à terme*) の資本増加を決定する権限を有する。特別総会は L. 225-129-2 条の定める条件にしたがいこの権限 (*compétence*) を取締役会または執行役会に委譲することができる。

②L. 225-129-2 条〔下記参照〕および L. 225-138 条〔受益者を示して優先引受権を除去する発行について 18 か月の期間制限〕に定める場合を除き、資本増加はこの決定またはこの権限委譲の時から 5 年の期間内に実現されなければならない。〔以下省略〕

L. 225-129-2 条

①株主特別総会が資本増加を決定するための自らの権限を取締役会または執行役会に対して委譲する場合、株主特別総会はこの権限委譲が使用されうる期間 (26 か月を超えることはできない) およびその資本増加の総上限額 (*plafond global*) を定める。

②この権限委譲は、同一の目的を有するすべての既存の権限委譲の効果を失わせる。

③L. 225-135 条ないし L. 225-138-1 条〔優先引受権を除去した発行〕、L. 225-177 条ないし L. 225-186 条〔従業員等に対するストック・オプションの付与〕および L. 225-197-1 条ないし L. 225-197-3 条〔従業員等に対する無償株式の割当て〕ならびに L. 228-11 条ないし L. 228-20 条にいう優先株式 (*actions de préférence*) の発行は、個別の決議 (*résolutions particulières*) の対象とならなければならない。

④株主総会が与える権限委譲の限度内で、取締役会または執行役会は、発行の条件を定め、発行により生じる資本増加の実現を確認し、対応する定款変更を行うために必要な権限を有する。

このような法文の表現から、2004年6月24日のオールドナンスにより認められた方式の権限委譲は *délégation de compétence* と呼ばれ、それ以前から認められていた伝統的方式の権限委譲の方は *délégation de pouvoir* として区別されている。したがってこれらの呼称は便宜上のものであるが、本論文もこれにしたがう⁵⁵。

第二款 新株発行を「実施する」権限の委譲との異同

(1) 理論上の差異

2004年6月24日のオールドナンスがもうけた決定権限の委譲の制度は、理論的には大き

direction, *Revue des sociétés*, 2004, p. 543, n° 1.

⁵⁵ この用語法は、COURET et LE NABASQUE, *op. cit.*(note 54)が初めて使用したものが広まったようである。

な意義をもつものであった。なぜならこの制度によってフランス株式会社法の歴史においてはじめて、取締役会が新株発行の決定権限をもつ場合が法律の規定上認められたからである⁵⁶。もっとも、この方式の権限委譲も、株主特別総会の決議によってはじめて与えられる点はこれまでと変更がない。この点は、株主総会によるコントロールの可能性がやはり確保されている。

このように、2004年6月24日のオルドナンスは理論的には大きな一步を踏み出すものであったが、立法者の意図したところはそれほど明らかではない。同オルドナンスについての報告書 (*Rapport au Président de la République relatif à l'ordonnance n° 2004-604 du 24 juin 2004 portant réforme du régime des valeurs mobilières émises par les sociétés commerciales et extension à l'outre-mer de dispositions ayant modifié la législation commerciale*) では、「権限委譲の拡大」 (*Elargissement des délégations*) と題した段落がありこの表題に立法者の目的はうかがえるが、当該段落における以下のような記述をみても、改正の理由自体はそれほど明確でないように思われる。

「本オルドナンスは4条および5条において、資本増加の実現条件を定める現行の商法典 L. 225-129 条を実質から改める。本条は株主総会により指揮機関へと与えられる権限委譲の対象および射程を拡大するため書き直される。会社の指揮機関は発行の態様を定め、株主総会により決定された資本増加を実現することができるのみならず、さらに、株主総会により定められた総額の限度内で資本増加を自ら決定することもできる。資本増加の決定過程における指揮機関の役割を大きく強化するこの規則は、この点におけるさらなる柔軟性を導入しようとするものであり、資本増加の決定場面ごとに株主が常に会合をもつことはもはや要求されない〔下線筆者〕。しかしながら、発行の態様に関する権限委譲が5年まで伸長されうるのに対して、株主総会により資本増加を決定するために与えられる権限委譲は26か月の期間内と制限される。このほか、株主総会はいつでも自らが与える権限委譲を特定の種類の有価証券へと限定する権能と、証券の性質に応じて異なる限度額を定める権能とを有することとなる。このほか、一定の発行（優先株式または資本アクセス証券）は、個別の決議の対象とならなければならない。市場状況に対する上場会社の応答可能性を高めることができるように、商法典 L. 225-129-4 条は上場会社のために執行役員、担当執行役員または執行役員構成員に対する、発行を決定しまたはこれを止めるために必要な権限の復委譲の可能性を導入する。」

このように、報告書では、新株発行を「決定する」権限を委譲することが許容されるよう

⁵⁶ このような権限委譲も1976年12月13日の指令25条2項（取締役会が新株発行を「決定すること」を許す法文となっている）を根拠として許容されると説明されている（Pierre-Yves CHABERT, *Les augmentations de capital après l'ordonnance no 2004-604 du 24 juin 2004 portant réforme des valeurs mobilières émises par les sociétés commerciales*, *Bulletin Joly Sociétés*, 2004, p. 1023, n° 12）が、本当に抵触がないかについては一応の議論がある（COURET et LE NABASQUE, *op. cit.*(note 54), n°s 111 et 114 ; CHABERT, *Ibid.*, p. 1029, note 24)。

になれば、それだけで権限委譲がより広範なものとなり柔軟性が確保されると考えられているかのようである。オールドナンスと同一の法文を提案してた先行法案についての議会資料においても、単に「権限委譲の射程を拡大する」狙いだけが述べられているにすぎず、さらにこれを補強する説明は行われていない⁵⁷。

(2) 実質的区別の困難な理由

そのように、法律が許容する権限委譲の範囲を拡大しようとする意図を立法者が示していた一方で、2004年6月24日のオールドナンスが導入したこの決定権限の委譲と、従来から存在した実施権限の委譲との間に、現実にとれほどの差異が生じるのかについては疑問が生じることになった。たしかに、決定権限の委譲では取締役会が新株発行それ自体を決定するものとされているのに対して、実施権限の委譲では、理論的には取締役会は株主特別総会が決定した発行を実施に移すにすぎないのであるから、その差は大きいように思われる。しかしながら、より広範な権限委譲として構想された（少なくとも立法者はそう考えていた）決定権限の委譲には、その限界を画する事情としてつぎのものがある。

第一に、株主の優先引受権の存在であり（L. 225-132条1項および2項）、その除去は権限委譲の方式とは無関係に、なおも株主特別総会の決議によらなければならない。そのうえ、優先引受権を除去したうえで行われる決定権限の委譲は、後述するように株主特別総会の独立した決議の対象となるべきことが明文で定められている（商法典L. 225-129-2条3項）。そして優先引受権を除去した発行に共通する規則として発行価額の規制があり、発行価額またはその算定方法は株主特別総会が自ら決定し（L. 225-138条II；除去の受益者すなわち新株の割当先を指定して行う除去の場合）、または法定の発行価額（prix d'émission）の規制に服する（L. 225-136条1°およびR. 225-119条；公募または私募のため除去の受益者を特定しない場合）ことを要する（詳細については第二部第二章において述べる）。これらの規定が適用される結果、決定権限の委譲を受けた取締役会は、発行価額については自由な決定権限をもつことは原則としてない。

商法典

L. 225-138 条

- I. ①資本増加を決定する株主総会は、一名もしくは複数名の名指しされた人物（*personnes nommément désignés*）または特定の資質に対応する人の部類（*catégories de personnes répondant à des caractéristiques déterminées*）のためにこれを留保することができる。この目的のため、株主総会は優先引受権を除去することができる。〔以下省略〕
- ②〔省略〕
- II. 発行価額またはこの価額を定める条件は、取締役会または執行役会の報告書および会計監査役の特別報告書に基づき、株主特別総会により決定される。
- III. 〔省略〕

⁵⁷ Voy. Exposé des motifs, *Documents parlementaires Sénat*, 2001, annexe n° 346, p. 20.

L. 225-136 条

公募 (offre au public) または通貨金融法典 L. 411-2 条 II の定める募集 [私募 placement privé] による優先引受権のない資本証券 (titres de capital) の発行は以下の条件に服する。

1° ①その証券が規制市場における流通を承認されている会社であって、直ちにまたは一定期間後に発行される資本証券がそれらの証券と同一視可能 (assimilable) である場合には、発行される証券の発行価額は、金融市場機関 (Autorité des marchés financiers) の諮問の後に採択されるコンセイユ・デタの議を経たデクレの定める方式にしたがい定められなければならない。

②省略

2° および 3° [省略]

R. 225-119 条

L. 225-136 条 1° 第 1 項の適用について、発行価額は最低でもその決定に先行する 3 取引時間 (séances de bourse) の加重平均に、最大 5% の割引を行った額を下回することはできない

そのうえ、決定権限の委譲を行おうとする株主特別総会には、任意にその範囲を限定することが認められ (先に本文中で引用した 2004 年 6 月 24 日のオルドナンスに関する報告書を参照)、取締役会はこの制限に拘束される (上掲、L. 225-129-2 条 4 項)。このように、決定権限の委譲を与えられたとしても、取締役会は株主特別総会のような万能の権限をもつことはできないようになっている。

他方で、第一節でとりあげた実施権限の委譲においても、取締役会に対して決定することを委ねることができる発行の態様に限定は付されておらず (L. 225-129-1 条を参照)、株主特別総会は新株発行の総額だけを定め、それ以外の細目の決定は取締役会に委ねるといような実施権限の委譲も適法であるということになる。この場合に取締役会がもつことのできる裁量は相当に広く、決定権限そのものを取締役会がもつのと大きな違いはない。

このように、決定権限の委譲には法律上の制約があり、立法者が考えるほど単純に、この新たな権限委譲が「広範な」ものだとは言い難いと思われる。他方で、従来から行われてきた新株発行を実施する権限の委譲も、委譲が可能な範囲という点については十分に幅の広いものであった。たしかに、1994 年 8 月 8 日の法律が上述した包括的権限委譲を導入した背景には後に会社資本を増加させる可能性のある有価証券の種類が多数にのぼったという事情があったので、あらゆる証券を一括して対象にすることのできる包括的権限委譲の方式を認めることに意義が存在した。しかしながら、2004 年 6 月 24 日のオルドナンスは転換社債等の一定期間経過後に資本増加を生じさせる可能性のある証券を「資本アクセス証券」(valeur mobilière donnant accès au capital) に一本化し共通の規定をもうけたため (商法典 L. 228-91 条以下)、権限委譲の「包括性」に従来と同様の意味での必要性はなくなったと思われる。ただし、株式と資本アクセス証券のいずれをも単一の権限委譲によって授権の対象とすることができる限りでの包括性はなお認められる。

(3) 取締役会に発行を実施しない裁量があるか否かによる区別の可能性

この点、決定権限の委譲においては、取締役会は新株発行を行わない選択もできるのに対して、新株発行自体は株主特別総会によって決定済みである実施権限の委譲においては、取締役会に発行を行わない裁量はないという違いがありうるという見方が提示されたことがあった⁵⁸。しかしながら、権限委譲を決議する株主特別総会がこの中止の選択肢をも付与していた場合（株主総会が「上限額」を定めていたときなど）に取締役会が発行を実施しないことを選択できることは当然であるし、そのような中止の授権がなかったとしても、事後の状況の変化により、予定されていた発行を実施しない方が会社の利益となる場合はありうる（その場合はむしろ実施を止めることが取締役の義務となる）。また、取締役会が行う権限の復委譲に関する規定においては「発行の実現を決定する権限およびこれを『止める権限』」が復委譲の対象となることが明示されているからには（L. 225-129-4 条 1 項）、同じ権限が復委譲を決定する取締役会にも委譲されているはずである。そこで結局、実施権限の委譲の場合であっても、取締役会は発行を実施しないことを選択できるのであって、取締役会に発行を実施するか否かの判断について裁量権があるかという点による区別もできないと結論される⁵⁹。

(4) 唯一の実質的差異としての有効期間の制限の長短およびその副作用

そこで最終的に、権限委譲の二つの方式の間に存する実質的差異は、法律が許している有効期間の上限のみであるとされる。すなわち実施権限の委譲においては、1943年3月4日の法律以来の一般法である5年の期間制限が適用される一方（L. 225-129 条 2 項）、決定権限の委譲は、さらに特則がある場合を除き⁶⁰、26か月という短い期間制限に服するのであった（L. 225-129-2 条 1 項）⁶¹。

⁵⁸ ANSA, *Quels sont les critères qui permettent de distinguer une délégation de pouvoir et une délégation de compétence de l'assemblée générale au conseil d'administration?*, comité juridique, 9 janv. 2008, no 08-003, p. 3. もっとも、この文献においても結論は消極的なものである。

⁵⁹ CHABERT, *op. cit.*(note 56), n° 15 ; Renaud MORTIER, *Opérations sur capital social*, 2e éd., LexisNexis, 2015, n° 299.

⁶⁰ 除去の受益者（割当先）を特定する方式によって優先引受権を除去した発行を内容とする決定権限の委譲は、18か月の制限に服する（商法典 L. 225-138 条 III）。ただし従業員（salariés）を受益者と定める場合については L. 225-138-1 条が特則となっており、L. 225-138 条 III による18か月の制限が及ばないため、決定権限の委譲に関する原則である26か月の期間制限が適用される（MORTIER, *op. cit.*(note 59), nos 281 et 369）。

⁶¹ もっとも、5年の期間制限とは資本増加の「実現」が株主総会から5年以内になされることを要求するもので、決定権限の委譲における26か月の制限が権限委譲自体の有効期間の制限であるのと異なるから、二つの期間制限の規定は矛盾していない。したがって厳密に言えば、決定権限の委譲においても資本増加の「実現」について5年の期間制限の適用はあり、26か月以内に委譲された権限が取締役会により行使され資本増加が決定された後、こ

両者の実質的差異が許容される有効期間の違いのみであるならば、会社はより有効期間の長い実施権限の委譲の方を用いるように促されようである。しかしながら、法律が認める権限委譲の二つの方式同士の差が実質的にはわずかであるのに、有効期間についてだけ明瞭な区別があるために法的な危険が生じていることが指摘されている。すなわち、大きな裁量を取締役に与えるような実施権限の委譲（つまりほとんど決定権限の委譲と区別できない）を、26 か月を超える期間を定めて決議することは、決定権限の委譲について定められた短期の期間制限に対する脱法行為（*fraude à la loi*）と評価される可能性があるとの見解がある⁶²。さらに、株主特別総会が決定した新株発行を「実施すること」を本来の内容とする実施権限の委譲について、5 年にわたり実施を引き延ばすことは尋常ではないという見方もある⁶³。

このようにみたところでは、2004 年 6 月 24 日のオールドナンスによる改正は、新株発行を「決定する」権限の委譲の導入によって、取締役会に対する最大限広範な権限委譲を可能にしようとしたことがうかがえるのであるが、それ以前と比べても権限委譲が可能な範囲が実質的に拡大したということはできず、かえって、取締役会に対して大きな裁量を与えるような権限委譲であれば 26 か月という短期の有効期間の制限に服するように誘導する当初の目的とは異なる作用が生じたのではないかと思われる。後述するように商法典 L. 225-129-2 条が、優先引受権を除去した発行、優先株式の発行などを別個の決議の対象となることを要求し、その結果としてこれらの発行は決定権限の委譲によらなければならない（実施権限の委譲によることはできない）とされることで、とくに上場会社において決定権限の委譲を利用しないわけにはいかず、したがって 26 か月の期間制限を回避することは困難となっている。

第三款 1994 年 8 月 8 日の法律における包括的権限委譲との比較

(1) 類似点

2004 年 6 月 24 日のオールドナンスが認めた「決定権限の委譲」と比べると、1994 年 8 月 8 日の法律による包括的権限委譲においては、あくまでも株主特別総会が新株発行を決定するという原則が維持されていた（包括的権限委譲もあくまで「実施する」権限の委譲であった）という理論的な違いがある。もっともこの違いに実質的な意義がほとんどないことは前節でみたのとおりである。

これに対して、株主特別総会は権限を委譲するに際して資本増加（新株発行を含む）の総額を定めるものとされていることは両者に共通しており（2004 年 6 月 24 日のオールドナンスによる改正前商法典 L. 225-129 条 III（上掲、1966 年 7 月 24 日の法律 180 条 III 第 3

の資本増加は当初の株主総会から 5 年後までの期間中に完了しなければならないこととなる。

⁶² Henri HOVASSE, Les augmentations de capital après l'Ordonnance no 2004-604 du 24 juin 2004 portant réforme du régime des valeurs mobilières émises par les sociétés commerciales, *Droit des sociétés*, oct. 2004, étude 13, n° 8 ; MORTIER, *op. cit.*(note 59), n° 299.

⁶³ ANSA, *op. cit.*(note 58), p. 4.

項) および同改正後 L. 225-129-2 条 1 項を参照)、株主総会がとくに限定しないかぎり、この金額の枠内であれば、どの種類の証券を発行するかの判断は取締役会に委ねられるという包括性があるのも同じである。

決定権限の委譲の有効期間は最長 26 か月であり、この点でも包括的権限委譲と一致している⁶⁴。したがって、広範な権限委譲によって危険にさらされる株主保護のために短期の期間制限を設定したという 1994 年 8 月 8 日の法律の趣旨が、2004 年 6 月 24 日のオールドナンス後も妥当するはずである⁶⁵。これらの点に、2004 年 6 月 24 日のオールドナンスにより導入された決定権限の委譲が、1994 年 8 月 8 日の法律による包括的権限委譲の系譜にあるものであることがうかがえる⁶⁶。

(2) 権限委譲の一本化から、再び複数の権限委譲の併存へ

以上の類似点に対して、2004 年 6 月 24 日のオールドナンスによる考え方の変化として、複数の権限委譲が併存することが認められたことを指摘できる。1994 年 8 月 8 日の法律における包括的権限委譲の趣旨は、発行する証券の種類ごとに、さらに優先引受権の有無ごとに別個の権限委譲が要求され、しかも法定の有効期間の上限も均一でなく、そのため株主にとっても個々の決議がもつ意義を把握することは困難だったという事態への配慮から、ただ一つの権限委譲の決議によって、証券の種類を問わず会社が将来行う可能性のあるすべての資本増加を扱うことを可能にしようとするものだった。権限委譲の一本化という目的のために、包括的権限委譲を行った会社では既存の権限委譲は失効すること、および、別途資本増加に関する権限委譲を決議することはできない明文化されていた(上掲、1966 年 7 月 24 日の法律 180 条 III 第 4 項)。

これに対して、2004 年 6 月 24 日のオールドナンス後の決定権限の委譲では、一定の方式の発行については独立した決議の対象となることをとくに要求し(L. 225-129-2 条 3 項)、かつ、新たな決定権限の委譲が決議されたことで失効するのは、この新たな委譲と「同一の目的を有する従前の権限委譲」に限定されている(L. 225-129-2 条 2 項)。とくに後者の法文は、権限委譲が複数存在しうることを明らかに前提とするものである。

独立した決議の対象となることを要求される資本増加とは、大別すれば、株主の優先引受権を除去した発行(L. 225-135 条ないし L. 225-138-1 条)⁶⁷、ストック・オプションの行

⁶⁴ AFEP、ANSA および MEDEF の 3 団体は、1993 年の CNPF の提案がそうしていたように、3 年ごとの権限委譲の更新(38 か月を有効期間の上限とすること)を提案していたのであるが、2004 年 6 月 24 日のオールドナンスにおいても 26 か月の期間の上限が維持された(COURET et LE NABASQUE, *op. cit.*(note 54), n° 112)。

⁶⁵ 1994 年 8 月 8 日の法律におけるその趣旨については前注 46 の文献を参照。本節第二款(1)で引用した 2004 年 6 月 24 日のオールドナンスの報告書においても、その文脈からは 26 か月の期間制限が、制度の柔軟さの代償であると考えられていることがうかがえる。

⁶⁶ CHABERT, *op. cit.*(note 56), n° 20.

⁶⁷ 優先引受権を除去した発行は、その受益者を指定するか否かに応じてさらに区分される(上掲、L. 225-138 条 I)。前者では、受益者(新株の割当先)を名指しで、または特定の資質に対応する人の部類(「会社の従業員」、「特定種類の株式の株主」など。MORTIER, *op.*

使による資本増加 (L. 225-188 条ないし L. 225-186 条)、無償株式の割当て (L. 225-197-1 条ないし L. 225-197-3 条)、および、優先株式の発行 (L. 228-11 条ないし L. 228-20 条) の場合である。これらに加え、以上とは異質な授權であるが、株主の優先引受権の有無を問わず、当初の資本増加の予定額を超えて引受けの申込みがあった場合に、資本増加の額を当初の予定額から最大 15% まで引き上げる選択肢 (surallocation) を取締役会に対して付与する決定も⁶⁸、独立した決議の対象とされている (L. 225-135-1 条)。

このように、別個の決議を要する資本増加の形態は複数ある。独立した決議の対象となるということは、L. 225-129-2 条 1 項にしたがい、それぞれの発行形態について総額および 26 か月以内の期間を定めて株主特別総会の承認を得ることを要することを意味する。資本増加の決定であるから、その際の株主特別総会の決定は取締役会の報告書に基づいて行われる (L. 225-129 条 1 項)。また、裏からみると、ここに挙げられた方式の資本増加は、とくにそのための決定権限の委譲がなされないかぎり取締役会には許されることはないということをも意味している。

その結果として、株主特別総会には複数の権限委譲の決議案が提案される結果となり、その分煩雑さは増すように思われるが、重要度の高い発行の種類について、株主特別総会が類型ごとに判断を下す機会を与えられるという面では株主利益の保護には厚いといえる。決議の数が多すぎると株主の大半が個々の権限委譲の内容および権限委譲の全体を把握できないという 1993 年に CNPF が示していた懸念は、決議に際して取締役会の報告書が課されていることによって軽減されると思われる。1994 年 8 月 8 日の法律が制定された時点で、権限委譲の手続きが簡略化を必要としていたことについては、2004 年 6 月 24 日のオルドナンスにより転換社債、交換社債、複合有価証券など、後に株式の発行をとまなう可能性のある証券が「資本アクセス証券」に統一されたことによってもその要請は薄れた。その一方で、単一の決議によってあらゆる資本増加を対象とする包括的権限委譲においても、優先引受権を除去した発行および優先株式の発行についてはそれぞれの上限額を定めることが要求されていたように (1966 年 7 月 24 日の法律 180 条 III 第 3 項および 5 項)、権限委譲の数を一つにしぼった場合においてすら、株主が熟慮すべき事項については独立した判断の対象となることが要求されていた。そうであれば、とくに株主にとって検討を要する内容の資本増加については独立した権限委譲の対象として株主総会に諮る方が株主にとってむし

cit.(note 59), n° 355) によって指定する。後者は、公募または私募の場合である。なお AMF は、公募と私募とを区別しそれぞれを独立した決議の対象とすることを勧告している (Recommandation de l'AMF, no 2009-13, 6 juill. 2009, *BRDA* 13/2009, n° 5)。

さらに私募について、一年につき会社資本の 10% を超えない範囲で、取締役会が発行価額規制を受けない (ただし、発行価額の決定方法については株主特別総会が決める) 新株発行を行うことの授權 (L. 225-136 条 1° 第 2 項) も、独立の決議の対象となる発行に含まれている。

⁶⁸ オーバーアロットメントまたはグリーンシューにあたる。フランスにおけるこの選択肢の利用については、Quentin DURAND et Matthieu GROLLEMUND, *Clauses d'extension et options de surallocation dans les augmentations de capital de sociétés cotées*, *Bulletin Joly Bourse*, 2015, p. 516 et suiv. を参照。

ろ分かりやすく、上述の CNPF の主張にも適うと思われる。この点、個別の決議の対象となることが定められた上の各類型の資本増加は、株主にとってとくに熟慮する意義があると立法者が考えたものといえるだろう⁶⁹。

これら個別の決議の対象となる方式の資本増加は、実施権限の委譲によることはできない。つまり、決定権限の委譲によらなければならないが、したがって 26 か月という期間制限を含む L. 225-129-2 条の適用があると解されている。その根拠として指摘されるのは⁷⁰、①「個別の決議」を要求する L. 225-129-2 条 3 項は同条 1 項（決定権限の委譲について株主特別総会が 26 か月を超えない期間および資本増加の上限額を定めるべきことを定める）の適用を排除していないこと、②L. 225-129-2 条の適用がないとすれば、優先引受権を除去した発行や優先株式の発行の権限委譲を最長 5 年の期間を定めて決議することも可能となってしまうが、それではその他の法文と齟齬を生じるうえ、優先引受権を除去した発行について原則である 5 年よりも短い期間制限を課してきた 2004 年 6 月 24 日のオルドナンスまでの改正の歴史にも逆行すること⁷¹、および、③個別の決議の対象となっている優先引受権を除去する発行に関する L. 225-138 条 I 第 2 項においては、「L. 225-129-2 条が定める総額の限度内で」と、同条が明示的に参照され、その適用を前提としていることの 3 点である。その結果、たとえば株主の優先引受権を除去する発行は、すべて短期の期間制限に服することとなる。

最後に、決定権限の委譲がなされたときは、「同一の目的を有する」既存の権限委譲は失効するとされている（上掲、L. 225-129-2 条 2 項）。1994 年 8 月 8 日の法律が追及した権限委譲の一本化という目的の追求を緩めたとしても、同趣旨の権限委譲が複数存在することを認めるのは不要であるばかりか、株主の理解を困難にするものだと考えられる。ただ、何が「同一の目的」を有する権限委譲であるかは解釈に委ねられており、明確ではない。学説には、取締役会が発行を許された証券の種類（普通株式、優先株式、各種の資本アクセス

⁶⁹ フランスにおいて、株主総会が資本増加自体を決定することになっていたにもかかわらず、そのうえに優先引受権が法定され、この権利の除去にさらに報告書を要求したうえでの株主総会決議を要求することになったのが、取締役会が株主総会の決定を事実上支配できていたことに由来する濫用への対処であったことを想起すれば（この経緯については第一部第二章で述べた）、権限委譲の場面においても優先引受権が除去される発行に別個の決定を要することは一貫している。

⁷⁰ CHABERT, *op. cit.*(note 56), n^{os} 23 et suiv.

⁷¹ たとえば、株主の新株の優先引受権を除去する発行の権限委譲の有効期間は 2 年または 3 年の、5 年よりも短い期間制限が以前から設定されていた。たとえば公募のため優先引受権を除去して行う発行は、1985 年 12 月 14 日の法律以後、株主総会による決議の日から 3 年以内に実現しなければならないと規定されていた（同改正後の 1966 年 7 月 24 日の法律 186-1 条 1^o）。受益者を指定して優先引受権を除去する発行においては、この期間は 2 年であった（同 186-3 条 3 項）。また、1994 年 8 月 8 日の法律による包括的権限委譲の枠内では、26 か月の制限に服するのは疑いのないところであった。仮に実施権限の委譲によって優先引受権を除去した発行の権限委譲が可能であるとすると、その有効期間は最長 5 年であり、改正前の状況とは異なる帰結となる。

証券)、株主の優先引受権の有無、優先引受権が除去された発行においては新たに発行される証券の割当先として指定されている者(特定の人物、公募、私募)等を挙げ、これらの点において差がある権限委譲は、同一の目的を有するものではないと説くものがある。反対に、これらの点において一致する新たな権限委譲が、有効期間および上限額を改めて新たに決議された場合には、古い方の権限委譲が上の規定にしたがい失効するとされる。しかしながら、「同一の目的」を有しているか否かの境界は必ずしも明らかではなく、たとえば、株主の優先引受権を除去して公募を行うことの権限委譲がすでにある場合に、株主の優先引受権を除去して公募を行うがその際には株主だけが優先的に引受けを申し込むことのできる期間をもうける留保付きの権限委譲が決議された場合に、前者の権限委譲は失効するのかを判断するのは困難である⁷²。失効した権限委譲にもとづいて実施された資本増加は無効とされるため、法的安全にとってはきわめて危険である。もっとも実務においては、新たな権限委譲を決議する場合には疑念のある古い権限委譲を撤回することをも併せて決議し、または、権限委譲の際に「26 か月または 2 事業年度後の年次総会の時まで」というような期間の定め方をすることによって、この規定に存するリスクを回避する方法がしばしば採用される。

第四款 上場会社における権限の復委譲の許容範囲の拡大

1994年8月8日の法律がそうしたのと同様、2004年6月24日のオールドナンスによる改正後も、株主特別総会から権限の委譲を受けた取締役会または執行役会がさらにこの権限を復委譲することを認めている。すなわち商法典 L. 225-129-4 条) はつぎのように規定する。

商法典

L. 225-129-4 条

①その証券が規制市場または通貨金融法典 L. 433-3 条 II の規定に服する多方向取引システムにおける流通を承認されている株式会社においては、

a) 取締役会は、執行役員 (*directeur général*) またはこの者の同意を得て一名または複数名の担当執行役員 (*directeur générale délégué*) に対し、自らがあらかじめ定めた制限内で、発行の実現を決定する権限およびこれを止める権限を委譲することができる。

b) 執行役会は、その会長またはこの者の同意を得てその構成員のうち的一名に対して、発行の実現を決定する権限およびこれを止める権限を委譲することができる。

②復委譲を受けた者は取締役会または執行役会に対して、取締役会または執行役会が定めた条件にしたがい行われたこの権限の使用を報告する。

復委譲が認められるのは上場会社にかぎられることは、1994年8月8日の法律におけるのと同様である。復委譲を認めることによる発行の決定過程の迅速化は、非上場の会社においては不要だと考えられたためである。2004年の改正による変更点は、取締役会設置会社

⁷² CHABERT, *op. cit.*(note 56), n° 36 の示す例である。

においては、権限の復委託を受けることができる者が執行役員 (*directeur général*)⁷³に加えて担当執行役員 (*directeur général délégué*) へと拡大された点である (ただし、担当執行役員への復委託の際には執行役員の同意が前提となる)。二層制の会社についても、執行役員会会長のみならず、会長の同意を得て執行役員会の各構成員に対しても復委託をなすことができることとされた。1994年8月8日の法律後の制度においては、復委託を受けることができる者の範囲が狭すぎると批判されていた⁷⁴ことに対応した改正である。

上場会社において権限の復委託が可能とされることの意義が、合議制の機関である取締役会または執行役員会の招集をも省いて発行実施の決定を最大限機動的にすることにあることは変わらない。繰り返しとなるが、新株の発行について権限の復委託までも許容されるのも、すべての新株発行が第一に株主特別総会の決議に基づいていることに負っている。なお、委託された権限が適正に使用されるように、取締役会および復委託を受ける者の説明義務が課せられている。つぎにこの説明義務について述べる。

第五款 権限委託を受ける取締役会の株主総会に対する説明義務

フランス株式会社法は、ここまでに見たような資本増加に関する権限委託が行われることを許す反面、権限を委ねられる取締役会には株主総会に対する事前および事後の説明責任を課している。これに加えて会計監査役は、取締役会がなす説明の内容についての監督の任務を与えられている。

(1) 事前の説明義務

(A) 取締役会の報告書

取締役会が果たすべき事前の説明義務とは、新株発行を決定する株主特別総会に対する報告書 (*rapport*) の提出義務である。株主の優先引受権を除去する決議がともなう場合には、そのためのさらなる報告も必要であり、かつ会計監査役も特別報告書 (*rapport spécial*) を作成する。

新株発行を決定する株主特別総会に対して取締役会が提出すべき報告書について、商法典はつぎのように規定している。

商法典

L. 225-129 条

①株主特別総会だけが、取締役会または執行役員会の報告書に基づき、即時または一定期間後の資本増加を決定する権限を有する。〔以下省略〕

②〔省略〕

⁷³ 従来、株式会社においては取締役会会長が当然に会社の代表権を兼ね備える株式会社の経営の頂点であったところ、2001年5月15日の法律は、執行と監督の分離という観点から取締役会の会長の地位と、代表権を有する執行役員の地位とを分離した (ただし、以後も同一の人物が二つの地位を兼ねることはできる)。このことに対応して復委託を受ける者についても、法文上の文言の修正がなされた。

⁷⁴ CAILLAUD et BOULLET, *op. cit.*(note 52), p. 1293.

R. 225-113 条

取締役会または執行役会は、L. 225-129 条の定める報告書において、提案されている資本増加の動機に関するあらゆる有用な記載ならびに現事業年度の当初以来の会社事業の進行および前事業年度の計算書類について判断を下す通常株主総会が開催されていない場合には前事業年度の会社事業の進行に関するあらゆる有用な記載を行う。必要な場合には、取締役会または執行役会は資本増加の最大額を示す。

L. 225-149-3 条

①〔省略〕

②L. 225-129 条 1 項・・・に違反してなされた決定は無効である。

③・④〔省略〕

このように、株主特別総会は、取締役会が作成した報告書に基づいて判断を下すことが明文で定められており（L. 225-129 条 1 項）、この報告書を欠いたときは当該決議に基づいて実施された資本増加が無効とされるため（L. 225-129 条 1 項への違反を必要的無効で制裁する L. 225-149-3 条 2 項）⁷⁵、取締役会はこの報告書提出義務を怠ることはできない。決定の段階におけるこの報告書の制度は、1966 年 7 月 24 日の法律が最初に導入したもので（同法律 180 条 1 項）、資本増加以外の定款変更の決議一般にはとくに報告書は要求されていないことから、法がとくに資本増加という株主の利益に直接影響を及ぼす会社の行為に関して、株主への情報提供を期したものだといえる⁷⁶。この報告書の記載事項は、R. 225-113 条が明確化している。

この報告書とは別に、株主の優先引受権を除去する決議に際しても、取締役会には報告義務が課されている。これは、この権利を法定した 1935 年 8 月 8 日のデクレ・ロワ以来、この権利の除去のために求められる決議の条件であり、法定当時の趣旨によれば、取締役会の権限濫用から株主の権利を保護することを目的とするものである。商法典はこちらの報告書については以下のような規定を置いている。

商法典

L. 225-135 条

①資本増加を決定する株主総会は、自らそのすべての態様を定めるのであれ、L. 225-129-1 条〔「実施権限の委譲」の条件〕または L. 225-129-2 条〔「決定権限の委譲」の条件〕の定める条件にしたがい自身の権限（*son pouvoir ou sa compétence*）を委譲するのであれ、資本増加の全部またはこの資本増加の一部について、L. 225-136 条ないし L. 225-138-1 条の定める方式にしたがい優先引受権を除去することができる。

②株主総会は取締役会または執行役会の報告書に基づいて判断を下す。

③L. 225-136 条 1^o 第 1 項の定める場合を除き、株主総会が資本増加を決定する場合、

⁷⁵ Trib. com. Paris, 25 nov. 2003, *Bulletin Joly Sociétés*, 2004, p. 376, note SAINTOURENS.

⁷⁶ 第一部第一章注 54 およびそこに掲げた文献を参照。

自らそのすべての態様を定めるのであれ、L. 225-129-1 条の定める条件においてその権限を委譲するのであれ、株主総会は会計監査役の報告書にも基づいて判断を下す。

④以下〔省略〕

L. 225-136 条

公募または通貨金融法典 L. 411-2 条 II の定める募集〔私募〕による優先引受権のない資本証券の発行は以下の条件に服する。

1° ①その証券が規制市場における流通を承認されている会社であつて、直ちに、または一定期間後に発行される資本証券がそれらの証券と同一視可能である場合には、発行される証券の発行価額は、AMF への諮問の後に採択されるコンセイユ・デタの議を経たデクレの定める方式にしたがい定められなければならない〔先行する 3 取引時間の加重平均から最大 5%の割引を行った額を下限とする。R. 225-119 条〕。

②しかしながら、一年につき会社資本の 10%を限度として、株主特別総会は、取締役会または執行役会の報告書および会計監査役の特別報告書に基づいて自らが定める方式にしたがい発行価額を決定することを、取締役会または執行役会に対して許可することができる。〔以下省略〕

2° これ以外の場合においては、発行価額または発行価額の決定の条件は、取締役会または執行役会の報告書および会計監査役の特別報告書に基づき株主特別総会により決定される。

3° 〔省略〕

L. 225-138 条

I. ①資本増加を決定する株主総会は、一名もしくは複数名の名指しされた人物または特定の資質に対応する人の部類のためにこれを留保することができる。この目的のため、株主総会は優先引受権を除去することができる。〔以下省略〕

② 〔省略〕

II. 発行価額またはその算定の条件は、取締役会または執行役会の報告書および会計監査役の特別報告書に基づいて株主特別総会が決定する。

III. 〔省略〕

R. 225-114 条

①L. 225-135 条の定める取締役会または執行役会の報告書は、提案されている資本増加の理由およびその最大額およびならびに優先引受権の除去の提案の理由を記載する。

②報告書はこのほか以下の事項を記載する。

1° L. 225-136 条および L. 225-138 条 II の定める場合には、新たな資本証券または資本アクセス証券の募集の方式、および、理由を付したうえで、発行価額または発行価額の決定の方式。

2° L. 225-138 条 I の定める場合には、新たな資本証券または資本アクセス証券の割当てを受ける者の名または該当する人の部類の資質、および、これらの者または人の部類のそれぞれに対して割り当てられる証券の数または証券の割当ての方式。

③ 1°に定める場合には、会計監査役は R. 225-115 条 2 項の定める方式にしたがい自らの意見を示す。

R. 225-115 条

①優先引受権を除去する資本増加のすべての態様を株主総会が自ら定める場合には、R. 225-114 条のいう報告書は、提案されている発行が資本証券および資本アクセス証券の権利者の状況に対して及ぼす影響、とりわけ最終事業年度の末日においてその者が自己資本 (*capitaux propres*) に占める割合に関する影響をも記載する。最終事業年度の末日が検討中の操作の 6 か月以上前となるときは、この影響は、最終の年次貸借対照表と同一の方法により同一の提示方式にしたがい作成された中間財務状況にもとづいて評価される。このほか、その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は、先行する 20 取引時間の平均をもって算出される株式の現在の取引所価格に対する理論上の影響をも記載する。これらの情報は、資本へのアクセスをもつ可能性のある発行済みの証券の全体を計算に入れて与えられなければならない。

②会計監査役は、優先引受権の除去の提案、発行価額の計算のための要素の選択およびその金額、ならびに、発行が資本証券および資本アクセス証券の権利者の状況に対して及ぼす、自己資本との関係で評価される影響に関して自らの意見を示す。会計監査役はこの意見の対象とした、会社の計算書類中から導かれた情報の誠実性を検査し (*vérifier*)、証明する (*certifier*)。

したがって、優先引受権を除去した発行のための取締役会の報告書の記載事項は、「提案されている資本増加の理由およびその最大額およびならびに優先引受権の除去の理由」を基本に、優先引受権の除去の方式に応じて必要な情報を付け加えたものである。

R. 225-115 条は、株主総会が新株発行の態様のすべてを自ら決定する場合のために独自の規定をもうけるものである。この規定により、取締役会の提案通りに株主特別総会が資本増加の態様を定める場合においても、この発行が株主自身に及ぼす影響が具体的に株主に明らかにされることとなる。

(B) 会計監査役の報告書

株主の優先引受権が除去される場合には会計監査役も関与することが、1935 年 8 月 8 日のデクレ・ロワ以来のフランス法の規制である。発行の妥当性を判断することは会計監査役の任務を超えるものであるから、その役割は計算書類から判断可能な事柄、発行価額またはその決定の条件について意見を示すことである。会計監査役の報告書が要求されない唯一の場合は、上場会社がすでに上場している株式と同一視可能 (*assimilable* 同じ種類の株式であることを指す) の株式を公募または私募により発行する場合である (上掲、L. 225-135 条 3 項)。この場合の発行価額については、法律による規制が別に用意されていることを理由とする (上掲、L. 225-136 条 1° 第 1 項。第二章においてもあらためて述べる)。

会計監査役は特別報告書の中で発行価額またはその決定の条件について意見を示すが (L. 225-136 条 2°、L. 225-138 条 II)、とくに「優先引受権の除去の提案、発行価額の計算のための要素の選択およびその金額、ならびに、発行が資本証券および資本アクセス証券の権利

者の状況に対して及ぼす、自己資本との関係で評価される影響」について会計監査役は自らの意見を示すものとされている (R. 225-115 条 2 項)。これは取締役会がその報告書中で記載する事項について、会計監査役に監督の役割を担わせるものである。

(2) 事後の説明義務

(A) 資本増加に関する権限委譲の要点一覧表

取締役会が株主総会から与えられ、現に効力を有している権限委譲はすべて、年次株主総会に対して提出される取締役会報告書に添付される要点一覧表に記載され、株主に供されるものと定められている。この一覧表には個々の権限委譲ごとの使用状況も記される (L. 225-100 条 7 項、本章のはじめに (2) で掲げた図を参照)。定時株主総会が開催されるたびに、その時点で存在している権限委譲の全体像を株主に把握させることを可能とするこの制度は、2004 年 6 月 24 日のオールドナンスにより導入されたものである (もともと、同オールドナンスに関する報告書にはその具体的な意図を知ることのできる記載はない)。

(B) 権限委譲の使用時における追加報告書の作成・提出義務

これとは別に、商法典はつぎのように規定して、権限委譲の使用があった場合に追加報告書 (rapport complémentaire) を作成する義務を取締役会および会計監査役に負わせている (L. 225-129-5 条)。

商法典

L. 225-129-5 条

L. 225-129-1 条および L. 225-129-2 条の定める権限委譲の使用があった場合には、取締役会または執行役会は、コンセイユ・デタの議を経たデクレにより定める条件にしたがい、次の通常総会に提出される追加報告書を作成する。

L. 225-135 条

①資本増加を決定する株主総会は・・・優先引受権を除去することができる。

②・③〔省略〕

④実施権限または決定権限の委譲があった場合、取締役会または執行役会および会計監査役はそれぞれ次の通常株主総会に提出される操作〔発行〕の確定した条件に関する報告書を作成する。この取締役会または執行役会の報告書は、L. 225-129-5 条の定める義務を満たす。

R. 225-116 条

①株主総会が L. 225-129-1 条、L. 225-129-2 条および L. 225-136 条または L. 225-138 条 I および II の定める条件にしたがいその権限を取締役会または執行役会に対して委譲した場合には、取締役会または執行役会はこの許可の使用があった時に、株主総会の与えた許可にしたがい定められた操作の確定した条件を記載する追加報告書を作成する。このほか、この報告書には R. 225-115 条の定める情報が記される。

②会計監査役は、行われた操作の様相が株主総会により与えられた許可に合致してい

ることおよび株主総会に対して提供された情報の記載を検査する。会計監査役は発行価額の計算のための要素の選択、確定した発行価額、および、R. 225-115 条の定義するところの、資本証券および資本アクセス証券の権利者の状況に対する発行の影響についても意見を示す。

③これらの追加報告書は会社の本拠 (siège social) において、取締役会または執行役会の会合の日の後遅くとも 2 週間以内 (dans les quinze jours) に直ちに株主に供され、かつ次回の株主総会において株主にしらせられる。

追加報告書の記載事項は、実施された発行の最終条件が主である。これに加えて、R. 225-115 条の定める情報、すなわち「発行が資本証券および資本アクセス証券の権利者の状況に対して及ぼす影響、とりわけ最終事業年度の末日においてその者が自己資本に占める割合に関する影響」および「その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は、先行する 20 取引時間の平均をもって算出される株式の現在の取引所での価格に対する理論上の影響」である (R. 225-116 条 1 項)。新株発行のために株主総会の決定を得る段階での報告事項について、発行が実施された後に改めてその実際の影響がどのようなものであったのかがこの規定によって株主に対して明らかにされることとなる。

なお、取締役会からの権限の復委託があった場合には、復委託された権限を使用した者は使用の旨および実施された発行の条件を取締役会に対して報告し (上掲、L. 225-129-4 条 2 項)、この報告を受けた取締役会が追加報告書を作成する⁷⁷。

取締役会の追加報告書は、権限委託の使用を決めた取締役会の会合の日から 2 週間以内に会社の本拠において株主に供され、かつ、次回の株主総会に提出される (R. 225-116 条 3 項)。

会計監査役については、株主の優先引受権の除去の決議がなされる場合にのみ上述の報告書を作成することが任務となるのに対応して、事後の追加報告書の作成も、株主の優先引受権を除去した発行の権限委託が使用された場合にかぎって要求される (L. 225-135 条 4 項)⁷⁸。会計監査役は追加報告書の中で、取締役会によって実施された発行の態様が株主総会により与えられた許可にしたがったものであったことを記載し、かつ、株主総会に対して提供された記載を検査し、発行価額の算定に用いられた要素の選択および最終発行価額ならびに当該発行が資本証券または資本アクセス証券の権利者の状況に及ぼす影響についての自身の意見を示すものとされている (R. 225-116 条 2 項)。会計監査役の追加報告書も取

⁷⁷ その場合、会社の本拠において提供を開始すべき 2 週間の期間は、復委託を受けた者がその使用の報告をなした取締役会の会合の日から起算するものと解されている (*Bulletin CNCC*, sept. 2011, p. 597 et suiv.)。

⁷⁸ この点、R. 225-116 条の文言は、優先引受権が除去されたか否かにかかわらず会計監査役も追加報告書を作成しなければならないように読むこともできるが、商法典の法律部において会計監査役の追加報告書の作成を規定する法文は、優先引受権を除去した発行に関する L. 225-135 条にのみ存在しているうえ、R. 225-116 条 2 項が参照している条文はいずれも新株引受権を除去した発行であることから、本文のように解されている (*Bulletin CNCC*, sept. 2013, p. 477 et suiv.)

締役会のそれと同様、権限委譲の使用を決定した取締役会の会合の日から 2 週間以内に会社の本拠において株主に供され、かつ次回の株主総会に提出されるものと定められている (R. 225-116 条 3 項)。

(3) 制裁

以上に述べたいずれかの報告書(新株発行を決定する総会に提出される報告書、優先引受権を除去する株主総会に提出される取締役会および会計監査役の報告書、ならびに、実施された発行に関する追加報告書)が作成されないときまたはその伝達または送付がないときは、すべての利害関係者はレフェレ(急速審理)により判断を下す商事裁判所所長に対して、罰金強制のもと報告書を伝達することを取締役に対して命令すること、または、この伝達を行うことを任務とする受任者を選任することを請求することができる (L. 238-1 条 1 項、L. 225-149-3 条 1 項)。

商法典

L. 238-1 条

①利害関係者が・・・L. 225-129 条、L. 225-129-5 条、L. 225-135 条、L. 225-136 条、L. 225-138 条・・・の定める書類の作成、伝達または送付をうけることができないときは、この者はレフェレにより判断を下す商事裁判所所長に対して、罰金強制の下、清算人または取締役、業務執行者および指揮者に対して、それらの書類を伝達することを命令することを請求し、または、この伝達を行うことを任務とする受任者を選任することを請求することができる。

②以下〔省略〕

L. 225-149-3 条

① L. 225-129-2 条・・・L. 225-136 条 1^oおよび 2^o、L. 225-138 条・・・にいう報告書および手続きは、L. 238-1 条および L. 238-6 条の定める方式にしたがい履行命令 (injonction de faire) の対象となる。

②以下〔省略〕

この履行命令の制度により、まずは法定の報告書が新株の発行と権限委譲とを決議する株主総会へ提出されることの確保が目指されている。

報告書を欠き、または法定の記載事項に不備があるのに株主特別総会の決議がなされた場合には、この決定は無効とされる可能性がある。資本増加そのものを決定する株主特別総会決議に提出されるべき報告書を欠いた場合において、無効の訴えが提起され、そこで報告書がなかったことの証明がなされたときには、裁判所は無効を言い渡さなければならない (L. 225-129 条 1 項違反を必要的無効で制裁する L. 225-149-3 条 2 項)⁷⁹。これに対して、

⁷⁹ 裁判例として、略式株式会社において (L. 225-129 条の適用がある) 社長 (président) の報告書を欠いた資本増加が無効とされた、Trib. com. Paris, 25 nov. 2003, *Bulletin Joly Sociétés*, 2004, p. 376, note SAINTOURENS がある。

優先引受権の除去に際して取締役会および会計監査役がそれぞれ提出する報告書の不備は⁸⁰、任意的無効（報告書を欠いた事実が証明されても、裁判官に無効を宣言しない裁量がある⁸¹）の対象となるにとどまる（L. 225-149-3 条 3 項）。

商法典

L. 225-149-3 条

①〔省略〕

②L. 225-129 条 1 項・・・に違反してなされた決定は無効である。

③本第 1 副款（sous-section 1）〔商法典第 2 編第 2 章第 4 節〔株式会社〕第 4 款〔会社資本の変更および従業員株主〕第 1 副款〔資本増加〕〕中、本条 2 項がいうもの以外の規定に違反してなされた決定は無効とすることができる〔L. 225-135 条、L. 225-136 条および L. 225-138 条は第 2 項に挙げられていない〕。

④〔省略〕

加えて、刑事罰として、優先引受権を除去するための株主総会に提出される報告書において故意に不正確な記載を行い（取締役等）、または認証した（会計監査役）者は 2 年以下の拘禁刑および 18000 ユーロ（またはそのいずれか）の罰金刑に処される（L. 242-20 条、裁判所の刑罰選択に関する裁量については、刑法典 132-17 条以下を参照）⁸²。

商法典

L. 242-20 条

株式会社の会長、取締役、会計監査役について、株主の優先引受権の除去を決定するための株主総会に提出される報告書において、不正確な記載を行い、または認証した（confirmer）事実、2 年の拘禁刑および 18000 ユーロの罰金刑により処罰される。

最後に、2012 年 3 月 22 日の法律により新設された商法典 L. 225-150 条は、資本増加に関する商法典の規定（L. 225-127 条以下）に違反して発行された株式について、その違反が補正（régularisation；法令違反を治癒し適法性を回復すること）を受けるまでの間、当該

⁸⁰ 単に資本増加の理由が記載されているだけでは法の要請を満たしたことにはならず、会社の計算書類を株主に提供することで法定の報告書に代えることはできない（Cass. com., 18 févr. 1964, *D.* 1964, p. 452）。すなわち、株主は報告書をみるだけで法定のすべての記載事項を知ることができるようになっていなければならない、与えられたその他の書類から探し出すことができたというのでは足りない。

⁸¹ 会計監査役がまったく存在しないのに行われた優先引受権の除去の決議は無効とされるところ、単に記載事項が十分でなかった場合には、それが理由で株主が事情を把握できないままに決議したという場合にのみ報告書を欠いたものと評価される（Paris, 19 mars 1981, *JCP*, 9182. II. 19720, obs. Yves GUYON）。

⁸² 単なる書き漏らしは原則として不正確な記載を行ったものとはいえないというのが判例である（Cass. crim., 27 févr. 1978, *Revue des sociétés*, 1978, p. 496, note B. BOULOC）。

株式に付された議決権および配当を受ける権利が停止され、それにもかかわらず行われた議決権行使および配当金の支払いは無効であることを定めている。

本章の結び

(1) 権限委譲を規制する意義

以上で確認した権限委譲の制度によって、現在のフランス株式会社の取締役会は、株主の優先引受権を維持する発行とこれを除去する発行のいずれをも包含する発行の決定権限を手中におさめることが可能になっている。また、このような権限委譲の決議が取締役会により株主総会に対して提案されると、その多くが提案通りに可決されるのが現実である⁸³。こうした面だけを見れば、株主特別総会だけが新株発行を決定する権限を有するのが原則だとしても、その実態は日本における授権資本制度と大きな違いはないと思われる。株主総会による新株発行の決定という原則を採用しているフランス法においてすら、結果的に取締役会への権限の移転が常態化しているということは、少なくとも上場会社においては、それが現実の要請であることを意味しているといえるだろう。

しかしながら、フランス法が採用する権限委譲の制度の形成過程は、まさにそうした権限委譲が、株主特別総会が新株の発行を決定する権限をもつという原則を事実上無意味にすることがないようにするためのものであったことも、本章でみたとおりである。その規制の中核はいうまでもなく、権限委譲の決定自体がかならず株主特別総会によるものとされていることであり、その決定が適切に行われるよう、報告書の提出の形をとる取締役会および会計監査役の説明義務も規定されていることである。また原則において5年、株主にとっての重要度が大きいか、または長期の権限委譲にふさわしくない種類の発行についてはより短期(26か月または18か月)の期間制限の法規制があることは、取締役会が定期的に株主総会への説明義務を果たし権限委譲の許可を再度取得することを必要とさせるものである。取締役会の説明義務と、それを前提とした定期的な株主総会の判断の機会の確保が、フランス法のもとで新株発行の決定過程を適正にするために必要な要素だと考えられている。こうしてみると、新株発行の決定権限の所在という観点では、日本法とフランス法との差異は、授権の規制の差異であるということもできる。

指摘すべきフランス法の工夫は、毎年かならず開催される年次株主総会の場を利用してある点にある。権限委譲の期間制限として現れる26か月とは2年ごとの、18か月とは毎年の授権の見直しを予定している設定であった。年次株主総会を利用することにより、追加の費用を会社に生じさせることなく、新株の発行について株主総会の意見を反映させることが可能になっている。取締役会としても、年次総会の場における説明義務を果たし権限を委譲された後は、その範囲内では自在に発行を実施することができる。上場会社において認められている権限の復委譲も利用すれば、発行の決定の場面における機動性は十分確保されていると評価できるだろう⁸⁴。このように、フランス法における新株発行の決定制度、権

⁸³ Paul LE CANNU, *Sociétés par actions*, *RJDA*, 2004, p. 531 は、2004年6月24日のオールドナンス直後の文献であるが、CAC40を構成する会社において会社提出の決議案の97.5%が可決されていたと伝える。

⁸⁴ 決定過程において機動性が欠けているという内容の批判はフランスにおいてもみられず、

限委譲の制度は、今日上場会社が必要としている決定過程の迅速さと、株主利益の保護との両立を達成していると考えられる。とくに、株主総会の意思が適正に反映されることが確保されているからこそ、上場会社における権限の復委譲の可能性のような、新株発行の決定過程の機動性の強化がますます可能となっていることに注意すべきであろう。新株発行の決定過程における株主利益の尊重と会社の資金調達の便宜とはかならずしも対立するものではない。

(2) 優先引受権制度との接続

次章では、本論文の締めくくりとして、株主の新株に対する優先引受権制度を基軸とする現行のフランス法における新株発行規制について検討する。ここでは本章でみた権限委譲の規制と優先引受権制度との関係についてあらためて確認する。権限の委譲は、新株発行の決定過程に関わるものであったが、この段階ですでに優先引受権制度は影響を及ぼしている。すなわち優先引受権制度を前提として、新株の割当先の決定は優先引受権を維持するか除去するかという、新株発行自体の決定とは株主特別総会の別個の判断の対象となっており、また、優先引受権を除去する場合における発行価額は株主総会が決定するものととくに規定されている（優先引受権が維持される場合には、発行価額は株主の利益に影響を及ぼさないため特別な規制はなく、その決定を取締役に委譲することも可能である）。

結局のところ、優先引受権の制度を確認すれば、それが権限委譲の規制と同一の目的を追求するものであることもおのずと明らかとなるであろう。新株発行それ自体および権限委譲を株主特別総会が決定する場合と同様（ただし、歴史的には報告書の導入は優先引受権の除去の方が先であるが〔1935年〕）、優先引受権を除去する決議においても取締役会の報告書が求められるのは、既存株主の利益に重大な影響をもたらすこの決定が適正に下されるようにするためである。優先引受権制度のもと、株主総会は第一に割当先について（権利の除去の決議。これがなければ当然に既存株主に新株を引き受ける機会が生じる）、優先引受権が除去される場合には二次的に発行価額について、とくに自ら判断を下すものとしている（ただし、規制市場上場会社の公募においては市場価格に基づく法定の最低発行価額規制が株主総会の判断に代わる）。これらは新株の発行が既存株主の利益にどのような影響を及ぼすかを左右する要となる点であり、新株発行自体の決定からこれらの事項の決定を分離して厳粛な決議の対象とするのも、「株主特別総会だけが資本増加〔新株発行〕を決定する権限を有する」（商法典 L. 225-129 条 1 項）という原則を実質的に確保するためなのである。それと同時に、優先引受権制度が改正を重ねるごとに柔軟化され、会社の資金調達を妨げることをないように展開したことも明らかにする。

機動性をめぐるそうした批判は、むしろ優先引受権制度へと向けられている。

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

本章のはじめに

(1) 本章の対象

本論文の第一部第一章では、株主特別総会が新株発行を決議する権限を有するという原則が確立されたことを確認した。しかしながら、株主総会の決議が適正に行われることを確保するための仕組みを用意することなくこの原則がただ存在するだけでは、支配株主または取締役会による権限の濫用を阻止することはできなかつたため、(とくに少数派の)株主の保護を達成すべく、この原則を補う法規定が続いて導入されたのであった。すなわち1935年8月8日のデクレ・ロワにより法定された株主の新株に対する優先引受権と(第一部第二章)、1943年3月4日の法律がはじめて着手した取締役会に対する権限委譲の規制(第二部第一章)とである。

本論文の最後の章となる本章では、優先引受権の制度の現行法に至るまでの展開と、その果たす機能とを分析する。本章の内容は、前章までとの関係では、第一部第二章に時系列的に続くものであるとともに、第二部第二章でみた権限委譲の規制(による株主特別総会決議の適正化)を前提とし、かつこれと協働しながら、優先引受権制度が今日有している意義(株主の利益を実際に保護しているのかどうか、会社の資金調達を妨げる結果を招いていないかどうか)を明らかにするものである。以下の論述を通じて、1935年に法定されたこの権利が今日までフランス法に定着していること、それも、単に制度が堅持されているというだけでなく、株主、会社、市場監視機関といった各プレイヤーの意識にも浸透し、文化的な面からもこの制度の存続を後押しするようになってきていること、さらに、改正を経て柔軟化された優先引受権制度は、今日の上場会社の資金調達の必要を満たしうる機動性をも十分に兼ね備えていることを示すことができるだろう。

(2) 本章の構成

新株の割当の方式をコントロールする仕組みである優先引受権は、新株発行規制そのものの大部分を構成するものとなっている。実際、優先引受権は、それが原則どおり維持される場合には株主にこの権利を通知し行使させるための手続きを必要とし、他方、この権利を除去しようとする場合には固有の規制に服する株主特別総会の決議が必要とされている。したがって優先引受権を維持した発行とこれを除去した発行とでは適用される法条、履踐される手続きはまったく異なるものとなる(ただ、いずれの場合でも新株の発行それ自体が株主特別総会の決議とに基づき、かつ、何らかの権限委譲を前提にすることは共通する)。

そうした優先引受権の有無に応じてフランス商法典も採用している区別に応じて、本章の第一節では優先引受権を維持した発行を株主の優先引受権を維持して行う発行を、次いで第二節ではこれを除去して行う発行について述べる。

前者においては、株主の利益の保護は(脱法的なケースを除けば)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が必要とされる。1935年8月8日のデクレ・ロワもこれらの点について規制をもうけていたが、その後現行

法に至るまで、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をとくに上場会社にも適応させる方針が採用された。

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（たとえば、公募の場合には割当先をあらかじめ指定することは不可能である）。その一方で、発行価額については株主総会による決定権が今日まで一貫して確保されている（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）。制度の柔軟化を進めることが、優先引受権が法定されて以降の法改正の一貫した方針であったが、その過程を経てもなお譲られなかった要素が何であるかを明らかにすれば、この場面で保護されるべきとフランス法が考えている法的利益もまた明らかになるであろう。

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。

第一節 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。

本節では、まず優先引受権の原則について現行法の規定とともに再確認し、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（第一款）。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（第二款）。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（第三款）。

第一款 現行のフランス商法典における株主の優先引受権の原則

1. 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。本章では、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¹。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年~2017年における Euronext Paris 上場会社の新株発行)。

¹ Philippe MERLE, *Sociétés commerciales*, 21^e éd., Dalloz, 2017, n° 638 ; Renaud MORTIER, *Opérations sur capital social*, 2^e éd., LexisNexis, 2016, n° 319.

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年分の全目録照査のうち、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、重証の対象に分類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。また目録照査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。

注2：データは公示された目録照査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：削減可能な引受権とは、フランス法に特徴的な制度で、一般的に新株引受権 (特許比率に応じた数の引受けを保証する削減「不能」な引受権) とは別に、候補株に対してで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 (第一審第一節を参照)。

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託があることを前提としている (取締役会 (一層制株式会社)・執行役員、執行役員 (二層制株式会社)・執行役会会長または (機関としての) 業務執行者 (gérance; 株式会社))

優先引受権を維持した発行 (2017年)

AMFの重証 (visa) の番号	名称	発行会社の情報 (発行前)					発行の態様、その他の情報									
		会社資本の額	発行済株式数	株式の細面	予定発行総額	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	削減可能な引受権の有無	一層めたり発行前額	発行前額決定日または有効日 (発行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	
1 ^{n°} 17 - 624 du 1er decembre 2017	MEDASYS	11,086,166.86	38,749,272	0.286	16,198,027.44	42,626,388	110.0	旧株10につき新株11	有	0.38	0.38	執行役会会長	2017.12.1	2017.12.22	5取引日	
2 ^{n°} 17 - 623 du 1er decembre 2017	LE TANNEUR & CIE	8,602,136.00	8,602,136	1	3,542,056.00	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	
3 ^{n°} 17 - 591 du 14 novembre 2017	INNELEC MULTIMEDIA	2,575,169.01	1,683,117	1.53	3,029,607.00	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	
4 ^{n°} 17 - 542 du 10 octobre 2017	NEXSTAGE	5,748,387.00	1,916,129	3	53,303,160	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	
5 ^{n°} 17 - 515 du 27 septembre 2017	FERMENTALG	483,580.76	12,089,519	0.04	10,990,470.00	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	
6 (suppl.: n° 17 - 468 du 11 septembre 2017)	VICTORIA INVEST	8,125,000.00	3,250,000	2.5	5,950,000.00	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	
7 ^{n°} 17 - 359 du 17 juillet 2017	GECINA	457,759,800.00	61,034,640	7.5	1,001,361,055.50	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	
8 ^{n°} 17 - 335 du 5 juillet 2017	EKINORS	3,684,898.50	7,369,797	0.5	12,897,141.60	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	
9 ^{n°} 17 - 306 du 29 juin 2017	TIKEHAU CAPITAL	850,756,572.00	70,896,381	12	610,325,298.00	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	
10 ^{n°} 17 - 251 du 2 juin 2017	SAFE ORTHOPAEDICS	1,517,439.90	15,117,439.90	0.1	5,007,551.34	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	
11 ^{n°} 17 - 227 du 23 mai 2017	GRUPE FLO	2,013,571.35	40,271,427	0.05	72,488,568.60	724,885,686	1800.0	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	
12 ^{n°} 17 - 198 du 16 mai 2017	SUPERSONIC IMAGINE	1,627,473.10	16,274,731	0.1	10,005,945.48	6,027,678	37.0	旧株27につき新株10	有	1.66	2.01	執行役会会長	2017.5.16	2017.6.12	8取引日	
13 ^{n°} 17 - 162 du 13 avril 2017	FREY	21,515,625.00	8,606,290	2.5	99,923,725.00	3,506,290	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	
14 ^{n°} 17 - 095 du 13 mars 2017	AMUNDI	419,813,672.50	167,925,469	2.5	1,427,366,452.50	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	
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	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	
16 ^{n°} 17 - 081 du 5 mars 2017	FOUCIERE DES MURS	296,415,652.00	74,103,963	4	200,080,692.00	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	
17 ^{n°} 17 - 055 du 8 février 2017	SOLLOCAL GROUP S.A.	3,887,656.40	38,876,564	0.1	468,257,498.00	458,257,498	1,178.75	旧株4につき新株1	有	1	2.551	執行役員	2017.2.8	2017.3.13	8取引日	
18 ^{n°} 17 - 034 du 25 janvier 2017	EGDUE	8,943,812.00	4,471,906	2	7,155,048.00	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	
19 ^{n°} 17 - 022 du 18 janvier 2017	ELIS	1,140,061,670	114,006,167	10	337,726,649.50	26,910,490	23.60	旧株22につき新株5	有	12.55	17.125	執行役会会長	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の重証 (visa) の番号	発行会社の情報 (発行前)					発行の懸念、その他の情報									
	名称	会社資本の額	発行済株式数	株式の額面	予定発行総額	予定発行株式数	会社資本の増加率 (%)	既存株式 (旧株) の数と割合	配当面から受ける権利の割合	一般から発行可能	発行可能日または発行可能日以前の発行	発行決定機関	発行決定日	新株発行日	引受期間
1 ^{re} 16 - 549 du 24 novembre 2016	SOCIETE DE LA TOUR EFFEL	47,344,760.00	9,468,952	5	143,386,942.00	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
2 ^{re} 16 - 499 du 21 octobre 2016	ATARI	2,014,502.79	201,450,279	0.01	4,280,818.28	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
3 ^{re} 16 - 493 du 19 octobre 2016	IMPLANET	8,030,369.20	11,471,956	0.7	6,883,173.50	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
4 ^{re} 16 - 492 du 19 octobre 2016	TRANSGENE	38,545,397.00	38,545,397	1	48,104,628.00	18,501,780	48.0	旧株29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
5 ^{re} 16 - 470 du 10 octobre 2016	EKINOPS	3,027,413.50	6,054,827	0.5	6,823,032.80	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
6 ^{re} 16 - 465 du 7 octobre 2016	GENFIT	6,588,698.50	26,354,794	0.23	44,567,994.90	3,116,643	11.8	旧株9につき新株1	有	14.3	21.23	執行役員 取締役会 会長執 行役員	2016.10.7	2016.11.2	7取引日
7 ^{re} 16 - 426 du 12 septembre 2016	L'AIR LIQUIDE	1,900,897,223.50	345,617,677	5.5	3,283,367,884.00	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
8 ^{re} 16 - 185 du 19 mai 2016	ALTAREA	206,708,695.82	13,527,729	15.28	210,423,920.00	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
9 ^{re} 16 - 168 du 12 mai 2016	SOLTEC	37,036,832.50	370,358,325	0.1	75,418,403.20	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
10 ^{re} 16 - 107 du 30 mars 2016	INSIDE SECURE	13,908,539.20	34,771,348	0.4	5,173,973.16	8,345,118	24.0	旧株29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
11 ^{re} 16 - 089 du 22 mars 2016	CARRERFOUR PROPERTY DEVELOPMENT	15,938,508.00	2,656,418	6	36,011,039.40	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
12 ^{re} 16 - 045 du 11 février 2016	STENTYS	368,898.41	12,129,947	0.03	12,618,747.00	5,608,332	46.2	旧株13につき新株6	有	2.25	4.09	取締役会	2016.2.9	2016.3.8	15取引日
13 ^{re} 16 - 021 du 12 janvier 2016	CGG	70,826,076.00	177,085,190	0.4	350,589,080.16	531,195,576	300.0	旧株11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の重証 (visa) の番号	発行会社の情報 (発行前)					発行の態様、その他の情報									
	名称	会社資本の額	発行済株式数	株式の額面	予定発行総額	予定発行株式数	会社資本の増加率 (%)	既存株式 (旧株) の数と別り当てられる新株の数との関係	優先引受権の行使の有無	一株あたり発行価額	発行価額決定または有効な発行価額の取引日での対価	発行決定機関	発行決定日	新株発行日	引受期間
1 ⁿ 15 - 538 du 20 octobre 2015	TECHNICOLOR	338,635,400.00	338,635,400	1	227,369,479.50	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
2 ⁿ 15 - 457 du 26 août 2015	GUY DEGRENNÉ	5,351,172.50	53,511,725	0.1	10,060,204.30	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
3 ⁿ 15 - 338 du 6 juillet 2015	FREY SA	17,212,500.00	6,885,000	2.5	44,752,500.00	1,721,290	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
4 ⁿ 15 - 301 du 23 juin 2015 (suppl., n° 15 - 452 du 19 août 2015)	GRUPE LATECOERE	38,100,898.00	19,050,449	2	222,890,148.00	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
5 ⁿ 15 - 240 du 29 mai 2015	ORAPI	3,852,077.00	3,852,077	1	6,498,282.20	669,926	17.4	旧株23につき新株4	有	9.7	9.9	取締役会 取締役会 執行役員	2015.5.28	2015.6.24	8取引日
6 ⁿ 15 - 221 du 26 mai 2015	OLYMPIQUE LYONNAIS GROUPE	20,126,756.24	13,241,287	1.52	52,965,144.00	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
7 ⁿ 15 - 205 du 19 mai 2015	RUBIS	97,443,230.00	38,917,722	2.5	133,636,416.00	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
8 ⁿ 15 - 184 du 11 mai 2015	AVANQUEST SOFTWARE	2,998,255.50	29,982,555	0.1	30,000,000.00	300,000,000	1,000.0	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
9 ⁿ 15 - 074 du 4 mars 2015	AVENIR TELECOM	18,705,179.00	93,525,895	0.2	3,117,528.00	15,587,640	16.7	旧株6につき新株1	有	0.2	0.25	取締役会 執行役員	2015.3.3	2015.4.7	10取引日
10 ⁿ 15 - 063 du 25 février 2015	FONCIERE DES REGIONS	188,050,671.00	62,683,557	3	254,651,930.00	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
11 ⁿ 15 - 062 du 24 février 2015	DES BAINS DE MER ET DU CERCLE DES ETRANGERS A MOYACO (S.B.M.)	18,160,490.00	18,160,490	1	219,923,516.60	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
12 ⁿ 15 - 056 du 18 février 2015	IMPLANET	8,099,283.00	5,399,522	1.5	9,719,136.00	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
13 ⁿ 15 - 021 du 14 janvier 2015	EURO DISNEY	38,976,490.00	38,976,490	1	350,788,410.00	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
14 ⁿ 15 - 020 du 12 janvier 2015	VALNEVA SE	8,631,142.14	8,631,142.14	0.15	45,031,721.02	18,231,466	31.7	旧株 (普通株) 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

検討

- ①会社資本の多額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趨勢である。
- ④発行価額は、時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長の5取引日ではなく、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 (n° 17 - 624 du 1er décembre 2017、ただし実際は目録見書の公告が遅延したためこの予定のより3取引日分遅れた)。

注5：新株引受権の除去の方式について：L.225-138条による除去では、株主総会が新株の割当先を名指しで、または人の部隊を示す形で示す（第二章第一節）。これに対し、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、募集の旨を上市期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：発行面額は、L.225-138条による除去において、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、法律による無償発行面額の規制があり、上場している株式と同種の株式の発行面額は、その決定時に先行する3取引期間における株価の出来高加重平均に最大5%のプレミアムを加えた額を下回ることではない。

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

優先引受権を除去した発行（2017年）

AMFの重証 (visa) の番号	発行会社の情報 (発行前)					発行の形態、その他の情報					
	名称	会社資本の額	発行済株式数	株式の額面	株式の予定発行総額	会社資本の増加率 (%)	新株の募集の目的の本質 (種別)	一株あたりの発行決定期間	発行決定日	新株発行日	備考
1 n° 17 - 584 du 13 novembre 2017	ERYTECH PHARMA	1,175,442,200	11,754,422	0.1	107,480,660	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間の機関投資家向け発行
2 n° 17 - 491 du 18 septembre 2017	LE TANNEUR & CIE	4,282,136,000	4,282,136	1	10,800,000	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PFSの発行を行っている (n° 17-623 du 1er decembre 2017)
3 n° 17 - 463 du 7 septembre 2017	EKINOPS	5,450,578,500	10,901,157	0.5	24,000,001	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
4 n° 17 - 441 du 17 août 2017	AIR FRANCE-KLM	300,219,278,000	300,219,278	1	750,548,200	25.0	L.225-138条	10 株主総会	2017.9.4	*	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
5 n° 17-0342 du 7 juillet 2017	CELLNOVO GROUP	12,475,587,000	12,475,587	1	17,500,007	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
6 n° 17 - 297 du 23 juin 2017	GENSIGHT BIOLOGICS	494,696,533	19,757,553	0.025	22,500,000	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間の機関投資家向け発行
7 n° 17 - 200 du 16 mai 2017	SUEZ	2,263,664,780,000	565,916,195	4	749,999,999.2	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、株主優先型入型、優先的に申込みることができる地位の譲渡はできない)
8 n° 17 - 161 du 13 avril 2017	ERYTECH PHARMA	874,064,800	8,740,648	0.1	70,500,000.0	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間の機関投資家向け発行
9 n° 17 - 007 du 9 janvier 2017	FONCERE DES REGIONS	20,627,355,000	6,875,785	3	347,826,097.6	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、株主優先型入型、優先的に申込みることができる地位の譲渡はできない)

優先引当権を除去した実行 (2016年)

AMFの通知 (visa) の番号	発行会社の情報 (発行前)				発行の情報 (その他の情報)				備考		
	名称	会社資本の額	発行済株式数	株式の形式の範囲	子定発行総額	子定発行株式数	会社資本の増加率 (%)	一または複数の発行決定機関		発行決定日	新株発行日
1 ^{re} 16 - 543 du 23 novembre 2016	OLYMPIQUE LYONNAIS GROUPE	70,486,396,08	46,372,629	1,52	39,146,786	11,710,427	25.3%	3,342/株主総会	2016.12.15	期終2016.12.31 (注付の30%) 期終2017.2.28	株主総会決議が保証申請より後のフランス；単知の引受人への第三者割当
2 ^{re} 16 - 502 du 27 octobre 2016	EUROPCORP	10,046,539,89	29,548,937	0,34	60,000,000	11,428,572	38.7%	5,295/株主総会	2016.11.17	2016.11.19	単知の引受人への第三者割当；取締役会による新株発行の許可を与えたフランス
3 ^{re} 16 - 488 du 18 octobre 2016	ALPHA MOS	4,947,094,80	24,735,474	0,2	3,900,000	8,750,000	35.4%	0.4/株主総会	2016.10.28	2016.11.3	単知の引受人への第三者割当；取締役会による新株発行の計画案とAMFへの保証の申請が先行し、株主総会がこれに許可を与えたフランス
4 ^{re} 16 - 468 du 17 octobre 2016	SOLOCAL GROUP	232,239,394,00	-	0.1 (*)	164,000,000	82,000,000	1.2%	2/株主総会	2016.10.19	2016.12.16	子定発行済株式数に原本の概念；2016年10月19日に株式の総額を1ユーロに引き下げることにする決議を提案。本発行は、会社及び以前に行なった決議事項に含まれる議案を有する会社決議案に付し、この決議案との関係をもって処分として議案を割り当てられるもの。
5 ^{re} 16 - 464 du 7 octobre 2016	GENFIT	6,988,699,50	26,354,794	0,25	33,900,000	1,695,000	6.4%	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DPSを維持した発行を行っている (1 ^{re} 16 - 466 du 7 octobre 2016)
6 ^{re} 16 - 458 du 30 septembre 2016	ONKEO	10,367,715,00	41,470,860	0,25	12,500,000.9	5,434,783	13.1%	2.3/執行役員	2016.9.30	2016.10.5	単知の引受人への第三者割当
7 ^{re} 16 - 435 du 15 septembre 2016	ORCHESTRA-PREMIAM	19,203,558,00	16,002,965	1,2	30,000,017	1,916,934	12.0%	15,661/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
8 ^{re} 16 - 393 du 19 juillet 2016	TOULX SCA	4,707,528,00	588,441	8	9,737,715	990,636	166.6%	9,939/機関執行権	2016.7.18	2016.7.28	優先期間付き公募（真金3000日）；株主優先購入；優先的に申込みことのできる地位の譲渡はできない；持株者に比例した数の株式の優先的応募を阻んだ使用可能な引受け（譲渡可能）の申込みが可能
9 ^{re} 16 - 317 du 13 juillet 2016	POXEL	3,904,624,56	19,131,228	0,02	26,520,000	3,400,000	17.4%	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
10 ^{re} 16 - 315 du 13 juillet 2016	MAJUKA KEA TECHNOLOGIES	647,068,28	16,176,707	0,04	4,440,395	2,980,131	18.4%	1,491/取締役会	2016.7.12	2016.7.15	機関投資家向け募集
11 ^{re} 16 - 180 du 2 mai 2016	GRUPE PHAC	16,687,774,00	16,687,774	1	15,920,654,0	2,944,901	17.6%	54/株主総会	2016.5.24	2016.5.24	株主総会決議が保証申請より後のフランス；単知の引受人への第三者割当
12 ^{re} 16 - 165 du 20 avril 2016 (comp. n° 2016)	FOCIBERINEXA	73,243,704,17	5,089,903	14,39	24,499,910,4	686,272	13.5%	35.7/株主総会	2016.5.11	2016.6.22	株主総会決議が保証申請より後のフランス；引受人は単体としてフランスに上場したEuromet Parisの中心企業
13 ^{re} 16 - 132 du 11 avril 2016	MEDAMAN	56,865,00	5,686,500	0,01	250,000,000,0	25,000,000	4.9%	10/取締役会	2016.4.7	2016.4.22	新株とフランスに上場したEuromet Parisの中心企業
14 ^{re} 16 - 085 du 18 mars 2016	SOITEC	231,324,418,40	231,324,184	0,1	76,468,728,1	139,034,051	60.1%	0.95/株主総会	2016.4.11	2016.4.12	株主総会決議が保証申請より後のフランス；単知の引受人への第三者割当
15 ^{re} 16 - 053 du 18 février 2016	COMPAGNIE MAROCAINE	1,120,000,00	224,000	5	1,051,078,8	57,436	25.6%	18.3/株主総会	2016.3.4	2016.3.7	株主総会決議が保証申請より後のフランス；単知の引受人への第三者割当
17 ^{re} 16 - 033 du 20 janvier 2016	PEREET ET VIVANCES	88,215,510,00	8,621,551	10	24,680,731,0	980,172	11.1%	2518/株主総会	2016.2.4	遅くとも2016.3.31	遅くとも2016.3.31

優先引受権を除去した発行 (2015年)

AMFの重証 (visa) の番号	発行会社の情報 (発行前)					発行の懸念、その他の情報					備考
	名称	会社資本の額	発行済株式数	株式の総額	予定発行総額	予定発行株式数	会社資本の増加率 (%)	懸念引受権の除去の方式 (併記の方式)	一時的な発行決定期間	発行決定日	
1 n° 15-614 du 3 décembre 2015	ERYTECH PHARMA	690,953,10	17,273,828	0.04	25,380,000	940,000	5.4 L.225-138条	27 取締役会候補 行役員	2015.12.3	2015.12.7	国内外の機関投資家向け私募
2 n° 15-402 du 22 juillet 2015	ZUBUNIMMOBILIERE FRANCE	17,054,714.25	426,367,896	0.04	11,522,925	7,482,419	1.8 L.225-138条	154 株主総会	2015.7.27	2015.7.31	株主総会決議が重証申請より後のクーラース；単独の引受人への第三者割当
3 n° 15-371 du 15 juillet 2015	DBV TECHNOLOGIES	1,966,166.10	49,154,153	0.04	222,040,800	3,600,000	7.3 L.225-138条	61,678 取締役会候補 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7会社とを併介するオンラインによる引受け保証が存在
4 n° 15-301 du 23 juin 2015 suppl. n° 15-452 du 19 août 2015	GRUPE LA TECOERE	23,848,986.00	11,924,493	2	57,435,205	7,125,995	59.8 L.225-138条	8,016 執行役員	2015.8.19	2015.8.21	株主総会決議が重証申請より後のクーラース；経営陣の会社であり割当先は会社の債権者；同一のvisaでDPSの発行も実施している。
5 n° 15-080 du 6 mars 2015	NICOX	19,848,329.60	99,241,648	0.2	27,000,000	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
6 n° 15-021 du 14 janvier 2015	EURO DISNEY	38,976,490.00	194,882,450	0.2	492,000,000.0	393,600,000	202.0 L.225-138条	1,215 業務執行者	2015.1.14	2015.2.20	同一の重証のもとDPSの発行を並行実施し、いずれの発行も同日に実施した；発行後に行われる、割当を受けた2社による競争的公開買付け終了した時点におけるEURO DISNEY株主に対しては、そ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2社から、当該第三者割当における発行価額と同じ1株125ユーロで取得する権利が付与されるものとされている。

検付
 ①法律による優先発行面額の規制がないL.225-138条による除去（発行面額は株主総会が決定する）では、時価と比較も高いプレミアムスクラップ率が採用されるケースが珍しくない。
 ②L.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への重証の申請した後に開催される株主総会で、そのようなDPS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社を除く4件の中で優先期間が規定されている。それらのケースの中では法律の許容する最長の3取引日という規定が共通。うち1件は割当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、公募では1週間限、最長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）。

まとめ

	優先引受権有の発行	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		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	19	9	2017年	8,353,418,721.36	2,101,154,958.73	2017年	226,272,990.73	289,918,213.09
2016年	13	17	2016年	4,227,649,636.40	919,470,020.30	2016年	180,863,454.96	35,193,811.09
2015年	14	6	2015年	1,611,404,415.62	835,378,930.62	2015年	57,453,110.31	17,064,273.18
計	46	32	計	14,192,472,773.38	3,856,003,909.65	3年平均	154,863,185.33	114,058,765.78

検討

- a 全体の件数ではDPS有の発行が多い。ただし2016年はDPS無しの発行が勝る。
- b 発行総額では、DPS有の発行のほうがDPS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、DPS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DPS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、調達する会社の規模の差に関係しているとも考えられる。

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

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というものが法律の規定上認められているのであった。上述した優先引受権が、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。本章で焦点を当てる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（反対に、このことは縮減不能の優先引受権のほとんどが行使され、発行は成功することをも意味している）²。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³、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（資料のうち縮減可能な引受権の有無の欄を参照）。

2. 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

² この「縮減可能な」引受権の取扱いについては、第一部第二章第一節2.（2）（イ）を参照。

³ 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。

この定款条項が及ぶ⁴。上場している株式について、会社が新株発行を決定し、当該発行における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⁵。

3. 優先引受権の公正性およびその再評価

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⁶。立法時点での趣旨はそのようなのであったが、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、フランスの株主および市場監督機関（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のだった⁷。

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優先引受権が株主間の「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）⁸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決定、実施され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）⁹。

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

⁴ Paris, 19 mars 1982, *RTD com.* 1982, p. 258 ; MORTIER, *op. cit.* (note 1), n° 348 ; MERLE, *op. cit.* (note 1), n° 639 ; Michel GERMAIN et Véronique MAGNIER, *Les sociétés commerciales*, 22^e éd., LGDJ, 2017, n° 2520.

⁵ *Rapport annuel 1992 de la COB*, p. 156 ; MORTIER, *op. cit.* (note 1), n° 345 ; MERLE, *op. cit.* (note 1), n° 639.

⁶ こうした優先引受権の法定の経緯については、第一部第二章第一節第二款2. を参照。

⁷ 第一部第二章第二節第三款（3）を参照。

⁸ 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 1), n° 662 et suiv. ; GERMAIN et MAGNIER, *op. cit.* (note 4), n° 230.

⁹ Cass. 3^e civ., 8 juillet 2015, n° 13-14.348, *Droit des Sociétés*, 2015, note Renaud MORTIER.

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¹⁰。優先引受権制度は取締役会の恣意が入る余地を消滅させたが、その後には株主総会の場における濫用が生じ、一般法理による対処がなされることになったのである。

これらの事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、新株発行が行われる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を要する。

第二款 優先引受権制度が規律する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知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をみるのに先行して、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、近時の実例を通じて確認する。

1. 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知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¹¹（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。

¹⁰ Cass. com., 12 mai 1975, *Bull. civ.* 1975, IV, no 129. Voy. aussi Cass. com., 22 mai 2001, no 98-19.086, *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, nos 09-10.583 et 09-13.651, *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事案）。

¹¹ Jean HÉMARD, François TERRÉ et Pierre MABILAT, *Sociétés commerciales*, Dalloz, 1974, t. 2, p. 367, n° 426.

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〕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できない。

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）¹²。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¹³。

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項最終文を参照）¹⁴。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

¹² 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 actions*, *Journal des sociétés*, 1953, p. 324）。

¹³ 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.

¹⁴ 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。

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. 225-117-1 条¹⁵⁾）。流通期間の最終日に購入された優先引受権を、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措置である。

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 への公告掲載の依頼、または、AMF の査証を得た目論見書の公示のための手続き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週間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

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¹⁶⁾、以下の予定通りには実現しなかったのであるが、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

¹⁵⁾ 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、決済のための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.）。

¹⁶⁾ 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9月17日]）を参照。

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、実際に新株が発行するまでは22日の予定である。

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。

2. 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)。この義務は裁判所による履行命令 (injonction de faire) 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る (L. 225-149-3 条 3 項)。また、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ことが明文化されている (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および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、優先引受権の存在および行使のための情報を株主にしらせるためのものであり¹⁷、したがって、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適用がないものとされている (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

¹⁷ 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。

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 3 項)¹⁸、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いる (同 4 項)。

(2) 目論見書の公示による商法典上の公告の代替

以上の規定にかかわらず、会社の行う発行が AMF の査証 (visa) 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 5 項)¹⁹。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おり、公衆への情報提供が実効的となるよう配慮されている²⁰。

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

¹⁸ 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。

¹⁹ 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。

²⁰ 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付けられる。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)。

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余地はない。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になる²¹。

3. 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日のオー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）²²。

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である²³。

(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

²¹ 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（CHABERT, *op. cit.* (note 13), n° 50 ; LE NABASQUE, *op. cit.* (note 3), 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-aubalo.html> [最終アクセス 2018 年 9 月 17 日]）。

²² 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）。

²³ CHABERT et ELINEAU, *op. cit.* (note 15), n° 5 ; MORTIER, *op. cit.* (note 1), n° 347.

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) 最低限確保されることを要する引受期間の長さの変遷

(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。必要とされる引受期間の長さによっては、ここで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にも述べたが (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)²⁴。株主への通知または公告が、当時その初日の 7 日前まで (両手続きの間の中 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は相当に長いものだったといわざるをえない²⁵。

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ことは明らかである」²⁶という理由から、引受期間を 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]) の最中にあっただけでなく、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末期と重なる²⁷。ただ、優先引受権制度の改正がまず進められたのは、優

²⁴ Jean ESCARRA, *Cours de droit commercial*, nouvelle édition, Librairie du recueil Sirey, 1952, n° 870, p. 549 ; HÉMARD, TERRÉ et MABILAT, *op. cit.* (note 11), n° 426, p. 368.

²⁵ 1960 年代における新株発行の実像を示す文献として、Roger GOURBEIX, *La pratique des augmentations de capital en numéraire*, Dalloz, 1963 がある。

²⁶ Marcel HAMIAUT, *La Réforme des sociétés commerciales, loi n° 66-537 du 24 juillet 1966*, t. 2, Dalloz, 1966, p. 163 et suiv.

²⁷ 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実も指摘されたが (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

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1970年代に着手が始まった試みについては第二節第三款において後述する）、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（元老院）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」²⁸との考えを明らかにしている。これは、引受期間として必要な長さ

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 11), t. 2, n° 439)。

もともと、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, doct. p. 121 et Rapport du Groupe de prospective juridique appliquée Sous-groupe Capital Social, *Gazette du Palais*, 1972. 1, doct. 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ころ、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、優先引受権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。

²⁸ 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

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、このような認識が実際に妥当するものであったかについては疑問である。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²⁹。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³⁰。

(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³¹。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³²。

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

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。

²⁹ 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.

³⁰ 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.

³¹ 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.

³² 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*, 1994, p. 634 ; CHABERT, *op. cit.* (note 13), n° 44, p. 1044.

た³³。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ということの意味している。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³⁴。

(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、優先引受権制度にもなう引受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³⁵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、優先引受権の制度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³⁶、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見え、最短の5取引日が選択され

³³ Rapport TRÉMÈGE, *op. cit.* (note 32), 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 30), p. 56）。

³⁴ 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日ないし7日間へと、1980年代に一般的であった10日間よりさらに短縮されていた（CHABERT, *op. cit.* (note 13), n° 54 ; LE NABASQUE, *op. cit.* (note 3), 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。

³⁵ ENDRÉO, *op. cit.* (note 29), n° 6.

³⁶ LE NABASQUE, *op. cit.* (note 3), 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 31), p. 909, note 38）、やがて反対に優先引受権制度の柔軟化へ向けた圧力になるという現象がみられる。

ることは稀である（上掲の資料を参照）。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 日間の経過を待たなければならぬのであって（会社が公告を行うべき期限について、前述、本節第二款を参照）、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、優先期間の長さや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（これは指令が要請するものでもある）から、その実際の意義は限定的にとどま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は相当数みられ、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 日のオー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や評価しうるよう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 日のオールドナンス以後の優先期間の取扱いについてはつぎの款で述べる）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（2004 年 6 月 24 日のオールドナンスは、「優先期間」については 3 取引日を確保すれば足りるものとしている）。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優先引受権を維持した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の多くが引受期間として 5 取引日より長い引受期間を用意する）、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。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短でも 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ある³⁷。そうはいっても

³⁷ CHABERT, *op. cit.* (note 13), nos 41 et 49 ; LE NABASQUE, *op. cit.* (note 3), n° 45.

法律の改正による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といわれる³⁸。

第三款 「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新株の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。

1. 優先期間の仕組み

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特別総会の決議による。詳細は本章の第二節で述べる）、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、論理的には第二節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³⁹。

2. 優先期間の実務の展開とその生じた背景

(1) 沿革

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ている⁴⁰。その後、1980年代に株式の発行に

³⁸ 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。

³⁹ Alain COURET 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。

⁴⁰ 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 29), n°s 2 et 3.

もこの実務が応用されるようになった⁴¹。

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⁴²。法律の要求する手続きを履践するならば、会社は単純に優先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（優先引受権の法規制の脱法には当たらない）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⁴³。この期間は徐々に短縮され、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⁴⁴。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ていた⁴⁵。

（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、先述した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免れることができる。最大の利点は発行のスケジュールの短さであり、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も可能である⁴⁶。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⁴⁷。

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、株式の引受けを優先的に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

⁴¹ ENDRÉO, *op. cit.* (note 29), nos 1, 3 et 4 ; LE NABASQUE, *op. cit.* (note 3), 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。

⁴² VASSEUR, *op. cit.* (note 40), n° 6 et suiv. ; ENDRÉO, *op. cit.* (note 29), n° 6 ; MORTIER, *op. cit.* (note 1), n° 373.

⁴³ ENDRÉO, *op. cit.* (note 29), n° 15 ; *Bulletin mensuel de la COB*, n° 239, sept. 1990, p. 5.

⁴⁴ LE NABASQUE, *op. cit.* (note 3), n° 47.

⁴⁵ *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。

⁴⁶ CHABERT, *op. cit.* (note 13), p. 1050, note 79 ; COURET et LE NABASQUE, *op. cit.* (note 39), n° 246-1 ; LE NABASQUE, *op. cit.* (note 3), n° 48, p. 508.

⁴⁷ CHABERT, *op. cit.* (note 30), p. 65 ; COURET et LE NABASQUE, *op. cit.* (note 39), n° 246-1 ; LE NABASQUE, *op. cit.* (note 3), n° 48.

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⁴⁸。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⁴⁹。

3. 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（株主特別総会または株主特別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日のオー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、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ることとなった。

⁴⁸ たとえば、Prospectus, visa n° 17-200 du 16 mai 2017, 5.1.3.1, p. 35 を参照。

⁴⁹ *Bulletin mensuel de la COB*, n° 202, avr. 1987, annexe, p. 7 ; CHABERT, *op. cit.* (note 30), p. 64 ; COURET et LE NABASQUE, *op. cit.* (note 39), n° 246-2 ; LE NABASQUE, *op. cit.* (note 3), n° 48.

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 Paris 上場会社）にかぎられるとの見解が唱えられた⁵⁰。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。これに対して、別の論者は、オー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、優先期間の最短の長さ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ないと説く⁵¹。なお、AMF は、Alternext（規制市場には該当しない市場。2017年6月19日をもって Euronext growth に名称変更）に上場している会社の、優先期間付き公募に査証を与えたことがあり⁵²、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）法がもうけた規定の内容

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最短の長さについて規制をもうけることとした（短くとも3取引日；L. 225-135条5項、R. 225-131条）。3取引日という設定は、上述したように同じ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⁵³。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もあり、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⁵⁴。

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、株主特別総会または株主特別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

⁵⁰ COURET et LE NABASQUE, *op. cit.* (note 39), n° 248 ; Pierre-Arnaud CONCHON, Les augmentations de capital « fermées » dans les sociétés cotées, *Bulletin Joly Bourse*, juin 2013, p. 312, note 13.

⁵¹ Jean-Jacques DAIGRE, Les émissions sans droit préférentiel de souscription, *Revue des sociétés*, 2004, p. 479, n° 8 ; MORTIER, *op. cit.* (note 1), n° 373, p. 245.

⁵² Voy. prospectus, visa n° 09-216 du 7 juill. 2009.

⁵³ DAIGRE, *op. cit.* (note 51), n° 11 ; MORTIER, *op. cit.* (note 1), n° 373, p. 246.

⁵⁴ 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。

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⁵⁵。

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、公募に関する法の規制、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（立会時間）」（séances ; 「取引日」とは差異がある⁵⁶）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⁵⁷ことから（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°）。

第五款 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いはれているが、ただ、規制市場上場会社による公募のケース自体が近時それほど多数であるわけでもないため、評価を下すことは難しいように思われる。

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（前掲の資料を参照）、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。2004年6月24日のオルドナンスによる改正を経て、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は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筋も存在すると思われる。というのは、公募においては優先引受権による保護を失う株主のために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⁵⁸。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

⁵⁵ DAIGRE, *op. cit.* (note 51), n° 11 ; MORTIER, *op. cit.* (note 1), n° 374.

⁵⁶ 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。

⁵⁷ MORTIER, *op. cit.* (note 1), n° 377.

⁵⁸ *Rapport annuel de la COB*, 1990, p. 51.

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現れた優先期間の歴史は、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趣旨が、会社、株主、市場監督機関に共有されていることを示す一つの証左といえるだろう。

第六款 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」(必要的無効) ことを明文で定めている (L. 225-149-3 条 2 項。無効の訴えの提訴期間は、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第三者割当は無効である⁵⁹。

L. 225-132 条 2 項を除くそのほかの規定の違反については、裁判所により無効とされる可能性がある (任意的無効) 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の作成および提出は、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現代における意義

本節では、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が 1966 年以降に重ねられた結果、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

⁵⁹ 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であった。この判決については後に第二節第二款でも再度取り上げる。

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。そうした現象の背景には、会社が内発的に株主利益の希釈化を回避しようとしていることのみならず、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督機関とが、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想起される。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、既存株主の権利の希釈化を回避するための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。優先引受権制度は株主の利益を保護するが、株主の利益を保護しようとする動機を供給する装置でもあるのである。

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たしかに発揮していると評価することができるだろう。この結論から逆に、フランス法のもとでは株主の割合的地位が（次節で述べるように優先引受権が除去される場合があることは別として）保障されているとも見ることができる。

第二節 株主の優先引受権を除去して行う発行

第二節では、優先引受権を除去したうえで行われる新株発行について検討する。以下ではまず、株主特別総会の決議による優先引受権の除去が許容されている理由と、法律が、新株の割当先を株主総会が指示するか否かに応じて除去の方式を区別していることについて確認し（第一款）、その後、それぞれの方式の除去の手続きについて述べる（第二款、第三款）。

第一款 導入

1. 優先引受権の除去の必要性

フランス法は株主の新株に対する優先引受権を原則に据えるとともに、会社が既存株主以外の者からの出資を受け入れる必要性に応じるために、この権利を除去する手続きをも規定している。その除去の方式には、本章で後に述べるような新株の割当先の特定の仕方に応じた規制があるものの、そこで要求される手続きに共通する中心的要素は、取締役会および会計監査役のそれぞれの報告書に基づいた、株主特別総会の決議である。

2. 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

第一節でみたように、フランス法は優先引受権を株式の内容とし、各株主の個人的権利として位置づけている（商法典 L. 225-132 条 1 項 2 項）。それにもかかわらず、その除去が株

主総会における多数決によって決せられることは本来背理である。ここには、株主全員の同意を獲得することは事実上不可能であることを前提にした⁶⁰、立法政策上の妥協がある。

沿革をたどると、1935年8月8日のデクレ・ロワに先行した法律案の一つ、1934年の法律案の中で、事前の集団的除去の可能性を一切認めない優先引受権制度が提案されたことがあった。この法律案においては、第三者または公衆への募集は常に、既存株主が引受けを申し込むことのできる一定の日数が経過するのを待ってはじめて可能になるものと予定されていた。これに対して議会では修正の提案が繰り返さされたにもかかわらず、法律案の報告者がこれに取り合うことはなく、結局この法律案は可決に至らなかったのだ。その翌年に政府が提出しなおした優先引受権の法定を目的とした法律案においては、一定の限定のもと、株主総会における多数決（取締役会および会計監査役の報告書に基づく）による権利の集団的除去というものが予定されており、会社が優先引受権の除去を必要とする場合があることが考慮に入れられるようになった。この法律案が1935年8月8日のデクレ・ロワの基礎となったことによって、その後のフランス法の方針が定められたのである⁶¹。

なお、優先引受権の除去の決議に取締役会および会計監査役のそれぞれの報告書が提出されるというのは、株主総会の議決一般に求められる要件ではない。このように優先引受権の除去の決議において手続きがとくに加重されていることの一部は、上記のような経緯で、本来は株主の個人的権利である優先引受権を、集団的決定による除去の対象としたこととの交換に見出せるかもしれない（その後、1966年7月24日の法律は、優先引受権の除去の決議に加えて新株発行自体の決議もまた取締役会の報告書に基づいて行われるものとした〔1966年7月24日の法律180条1項、現在の商法典L. 225-129条1項〕）。

3. 現行法において許容されている優先引受権の除去の方式の整理

はじめて優先引受権を確立した1935年8月8日のデクレ・ロワにおいては、とくに新株の割当先の選択に関する取締役会の権限濫用への警戒から、優先引受権の除去の決議に際してその受益者すなわち新株の割当先となる人物はあらかじめ名指しで特定すべきものとされた（①受益者を名指しで示す除去）。

もっとも、これでは公募において困難を生じることになる。権利を除去する決議の時点で引受人となる者の名を把握することはできないからである。これが1970年代前半に、優先引受権の除去の方式を柔軟化することを求める論説が現れた背景であり、その結果として1983年1月3日の法律による改正以後、公募による発行の場合にかぎって、新株の割当先をあらかじめ特定する必要はないものと改められた。現在では公募に加えて「私募」（適格投資家または少数投資家を引受人とする募集を指す）においても、この方式の除去が許容されている（②公募または私募のため受益者を示さない除去）。

さらに2003年には、除去の受益者をあらかじめ示すことを要する場合についても規制が緩和された。すなわち、除去の受益者はもはや名指しで特定されることを要せず、株主総会が指定する「人の部類」（*catégories de personnes*）に該当する者であれば、その具体的な人物は事後に取締役会が確定することができるものとされている（③「人の部類」により受

⁶⁰ Yves GUYON, *Droit des affaires*, t.1, 12^e éd., Economica, 2003, n° 432, p. 469.

⁶¹ この立法の経緯については、第一部第二章第一節第二款2.（1）を参照。

益者を示す除去)。

フランス商法典は、まず L. 225-135 条において優先引受権の除去の共通の規則を置く。そのうえで、名指しするのであれ、人の部類を定めるのであれ、株主総会において新株の割当先を指示する上記の①および③の方式を 1 つにまとめ (L. 225-138 条による除去)、割当先を示さない②の方式と対置する (L. 225-136 条による除去)。以下では法文において採用されているこの整理にしたがって記述を行うが、いずれの場合においても重要であるのは、優先引受権による保護を失う株主総会が判断を下す過程の規制と、この権利がない場合に株主利益にとって肝心となる発行価額の決定に対する株主総会の関与のあり方である。

なお、株主特別総会による集団的な除去とは別に、個々の株主は自身の優先引受権を個人的に放棄することもできるが⁶²、本論文では立ち入らない。

第二款 新株の割当先を示して行う除去

株主特別総会が新株の割当先を指示する方式には、1935 年 8 月 8 日のデクレ・ロワ以来の方式である名指しによるものと (1.)、2003 年 8 月 1 日の法律によりはじめて導入された、「人の部類」を指示する (具体的な割当先は発行を実施する段階で取締役会が確定させる) ものがある (2.)。本節ではこうした割当先の指示の前提となる株主総会決議による優先引受権の除去の手続きについてまず述べる (3.)。

1. 優先引受権の除去のための基本的要件としての株主特別総会の決議

(1) 条文の構造

優先引受権の除去に関し、フランス商法典はまず L. 225-135 条により共通の規則を置いたうえで、先に述べた除去の方式に応じて別途 L. 225-136 条ないし L. 225-138-1 条を参照するものとしている (L. 225-135 条 1 項参照)。実際には、L. 225-137 条は欠番となっている法条であり、また L. 225-138-1 条は従業員のために行う資本増加に関する特殊な規定であるから、本論文の関心にしたがえば、L. 225-138 条 (受益者すなわち新株の割当先を示す除去) および L. 225-136 条 (公募または私募のため受益者を示さない除去) の 2 か条が重要となる。本款では L. 225-138 条にしたがった除去の規制を検討し、L. 225-136 条につい

⁶² 株主総会決議による除去の手続きを厳格に定めた 1935 年 8 月 8 日のデクレ・ロワは、優先引受権の個人的放棄も許容しない趣旨であるものと理解されていたところ (HÉMARD, TERRÉ et MABILAT, *op. cit.* (note 11), t. 2, n° 435)、1983 年 1 月 3 日の法律が明文でこれを許容することにした (同改正後 1966 年 7 月 24 日の法律 183 条 4 項)。その趣旨は、発行の所要時間の短縮のほか (Avis présenté 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*, 1982-1983, n° 78, p. 18)、発行される新株の数と優先引受権との数との比率の調整を可能にすることにある (Alfred JAUFFRET, *La renonciation des anciens actionnaires à leur droit de souscription*, in *La società per azioni alla metà del secolo XX: studi in memoria di Angelo SRAFFA*, CEDAM, 1962, p. 373)。放棄の事実を明らかにするため、株主は書留郵便で会社に個人的放棄の旨を通知することを要する (R. 225-122 条 1 項)。

ては次款で扱う。

商法典

L. 225-135 条

①資本増加を決定する株主総会は、自らそのすべての態様を定めるのであれ、L. 225-129-1 条〔「実施権限の委譲」〕または L. 225-129-2 条〔「決定権限の委譲」の条件〕の定める条件にしたがい自身の権限を委譲するのである⁶³、資本増加の全部またはこの資本増加の一部について、L. 225-136 条ないし L. 225-138-1 条の定める方式にしたがい優先引受権を除去することができる。

②株主総会は取締役会または執行役会の報告書に基づいて判断を下す。

③L. 225-136 条 1° 第 1 項の定める場合を除き、株主総会が資本増加を決定する場合、自らそのすべての態様を定めるのであれ、L. 225-129-1 条の定める条件においてその権限を委譲するのである、株主総会は会計監査役の報告書にも基づいて判断を下す。

④実施権限または決定権限の委譲が使用された場合、取締役会または執行役会および会計監査役はそれぞれ次回の通常株主総会に提出される、発行の確定した条件に関する報告書を作成する。この取締役会または執行役会の報告書をもって L. 225-129-5 条の定める義務は果たされるものとする。

⑤〔省略〕

⑥本条の定める各報告書を作成する条件についてはコンセイユ・デタの議を経たデクレにより定める。

L. 225-138 条

I. ①資本増加を決定する株主総会は、一名もしくは複数名の名指しされた人物または特定の性質に対応する人の部類のためにこれを留保することができる。この目的のため、株主総会は優先引受権を除去することができる。この措置の受益者となる名指しされた人物は票決に参加できない。必要な定足数および多数決の要件は、それらの人物の有する株式を除いたうえで計算される。L. 225-147 条の定める手続き〔特別利益の検査〕は適用されない。

②株主特別総会が自らの定める性質に対応する一または複数の人の部類のために優先引受権を除去するときは、これらの人の部類の中で受益者となる者のリストを作成し、L. 225-129-2 条の定める上限内でその各人に割り当てられる証券の数を定める任務を取締役会または執行役会に委ねることができる。取締役会または執行役会がこの権限委譲を使用したときは、発行の確定した条件を記載し会計監査役による証明を受けた追加報告書を作成し、次回の株主通常総会に提出する。

II. 発行価額またはその算定の条件は、取締役会または執行役会の報告書および会計監査役の特別報告書に基づいて株主特別総会が決定する。

III. 発行は、これを決定し、または L. 225-129 条の定める権限委譲を決議した株主総会から 18 か月以内に実現されなければならない。

⁶³ 現行法が定めるこれら 2 つの方式の権限委譲については、第二部第一章を参照。

優先引受権の除去の手続きの核心であって、L. 225-135 条が言及し L. 225-138 条においても再度確認されているのが、株主（特別）総会の決議である。この決議にはとくに取締役会（または執行役会）および会計監査役のそれぞれの報告書が要求されている（ただし、後者の報告書については、最低発行価額の規制を法律が用意している公募の場合には要求されていない〔L. 225-135 条 3 項〕）。

（2）取締役会の報告書

優先引受権を除去する株主総会の決議は、取締役会および会計監査役の報告書に基づいて行われる（L. 225-135 条 2 項および 3 項）。これら各報告書の記載事項の詳細、および、報告書の不提出に対する制裁については、株主総会による取締役会への権限委譲との関連でもすでに述べたとおりである⁶⁴。

これとは別に、株主総会による新株発行の決議自体も取締役会の報告書に基づいて行われるものとされている（L. 225-129 条 1 項）。ただ、沿革的には、取締役会の報告書はまず 1935 年 8 月 8 日のデクレ・ロワにより優先引受権の除去に際して要求されることとなったのであり、新株発行の決議自体においても報告書が求められるようになったのは、1966 年 7 月 24 日の法律がこれを規定した以降のことである。今日においても新株発行以外の定款変更一般について、株主特別総会の決議が取締役会の報告書に基づいて行われるということは要求されていないことを考慮すると、新株発行自体の決議にも報告書を要求することになったのは、優先引受権の除去について報告書を要求したのと同様の趣旨が妥当するものといえるだろう。

そのように、優先引受権の除去の決議に取締役会の報告書が求められるのはいかなる理由によるものか。1935 年 8 月 8 日のデクレ・ロワは「取締役会の権限濫用に対処するため」の立法であったから、優先引受権の除去の決議に際してその受益者、割り当てられる新株の数、発行価額およびその算定の基礎を取締役会の報告書において明らかにさせることとした趣旨はまさに、取締役会が仲間内（取締役会の構成員は多数派株主であることもしばしばであった）に新株を割り当てて少数派株主の犠牲のもとに利得することを阻止することであった。

これに対して近時では、「むしろ規制（*réglementation*）の精神とは異なる規整（*régulation*）の精神」が強調されている⁶⁵。情報開示を中心とする市場の「透明性」（*transparence*）が、20 世紀後半から重視されるようになったことに整合する変化である。新株発行自体の決議に報告書が要求されることについても、同じ説明が妥当すると思われる。いずれにせよ、株主総会が適正な決議を下すことができるようにすることが、取締役会に報告書の提出を要求する目的となっている。

取締役会が株主総会からの新株発行に関する権限委譲を受け、これを実際に使用した際には、事後的に追加報告書（*rapport complémentaire*）を作成し、次回の株主通常総会に提出されることとされているのも（L. 225-129-5 条、L. 225-135 条 4 項）、透明性の確保がそ

⁶⁴ 第二部第一章第二節第五款を参照。

⁶⁵ DAIGRE, *op. cit.* (note 51), n° 21, MORTIER, *op. cit.* (note 1), n° 361.

の目的であって、事前の報告書と対となって株主への情報提供を保障するものとして評価することができる。

(3) 会計監査役の特別報告書

会計監査役もまた優先引受権の除去のための特別報告書の提出を通じて株主総会による優先引受権の除去に参加する (L. 225-135 条 3 項、L. 225-138 条 II)。会計監査役の本来の任務に照らせば、この場面においても会計監査役は新株発行それ自体の妥当性を評価することを求められることはないはずであり、実際、会計監査役の報告書は新株の発行価額や当該発行が既存株主へ及ぼす影響といった計算書類等から判明する事実の証明を目的としている。ただ、ここで法律は会計監査役が優先引受権の除去の提案についての意見を示すことまでも要求していることは注目に値しよう (R. 225-115 条 2 項)。この点にかぎっていえば、会計監査役が会計監査の範囲を超え、取締役会を監督する任務を果たすことが求められているからである。

この事前の報告書に加えて、取締役会が権限委譲を使用したときは、会計監査役もまた追加報告書を作成し、次回の株主通常総会に提出するものとされている (L. 225-135 条 4 項)。この追加報告書には、取締役会により実施された発行が株主総会の許した方式にしたがっているものであった否か、具体的な発行価額がいくらであったか、さらに発行が既存株主に及ぼす影響が記載される。ここでも会計監査役が監督の役目を果たすことが期待されている。

(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一破毀院商事部 2012 年 9 月 25 日判決

優先引受権の除去の決議は、株主総会の議事日程に新株発行自体とは独立した議案として明記されなければならない、そうでないときは新株発行自体が無効となる。このことを判示したつぎの破毀院判決は、この問題に関して株主総会の決議が適法に行われることの重要性を再認識させたものである。

事案は、株主総会の議事日程には「従業員のためにする資本増加について」とだけ記載されており（これ自体優先引受権の除去を前提にしなければ行い得ない発行である）、「優先引受権の除去」自体は明記されていなかったが、株主総会は法に則り報告書に基づいて優先引受権の除去を決議したうえ従業員のための資本増加を決定したというものであった。破毀院は「〔控訴院は〕 Lioser 社の株主総会が優先引受権の除去をこの議題が議事日程に記載されていないにもかかわらず議決したことを認定し、控訴院は・・・争訟の対象となっている決議は取り消されることを要することを正しく導いた」と判示し、当該株主総会決議に基づいた新株発行は無効であるとの結論を示した原審である控訴院の判決を維持した⁶⁶。

たしかに、商法典 L. 225-105 条は、株主総会が議事日程に記載されていない議題について決議することはできないことを定め、この規定に違反してなされた決議は無効である（無効にするかどうかについて裁判官に裁量はないという趣旨の表現。「無効とされうる」と対

⁶⁶ 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.

置される)ものとされている(L. 225-121 条 1 項)。もっとも、この事案のように「何某のための新株発行」が議事日程に記載されているときは、優先引受権の除去を前提条件としていることは明らかであるから、裁判所の態度は不寛容すぎるとの批判もある。しかしながら、破産院の判示は明確であって、「優先引受権の除去」は明確に議事日程に記載され、独立した決議の対象としなければならないという結論は揺るがないものとみられている⁶⁷。この判決は、優先引受権の除去に関して株主総会の決議が非常に重視されていることを示すものといえよう。

(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

L. 225-138 条による優先引受権の除去をともなう新株発行は、これを決議した株主総会から 18 か月以内に完了することを要するとされていることも特徴の一つである(L. 225-138 条 III)。これ以外の方式の発行(本章の第一節でみた優先引受権を維持した発行または次款でみる公募のために優先引受権を除去した発行)では、適用されるのは 5 年(取締役会への実施権限の委譲を行った場合、または、株主総会自ら新株発行の態様を定め実施をも決定する場合)または 26 か月(取締役会への決定権限の委譲を行った場合)の期間制限となる。18 か月というとくに短い期間制限の設定は、取締役会への新株発行に関する権限の委譲は定時総会の場を用いてなされることを前提に、株主総会の決議を毎年採ることを要求する趣旨であり、この類型の発行について、やはり株主総会の意思を重視したものである⁶⁸。実際、具体的な割当先まで確定しているような発行の計画が 2 年以上引き延ばされることは通常想定されない。

最後に、発行価額またはその算定方法は株主総会が決定すると端的に規定されていることを指摘して(L. 225-138 条 II)、以下では除去の受益者の指定の 2 つの方式について順に検討を行う。

2. 株主総会による新株の割当先の指定の方式—「名指しされた人物」の指定

L. 225-138 条にしたがった優先引受権の除去は、「名指しされた人物」(*personnes nommément désignées*)または「特定の性質に対応する人の部類」(*catégories de personnes répondant à des caractéristiques déterminées*; 以下単に「人の部類」ともいう)のために行われる(同条 I 第 1 項)。

まず、名指しされた人物を受益者とする除去は、優先引受権の除去の方式の中でもっとも素朴な方式であり、1935 年の優先引受権制度の法定以来、1983 年 1 月 3 日の法律が公募のために受益者を示さない除去の方式を許容するまでの間(L. 225-136 条にしたがうこ

⁶⁷ Notes par MORTIER sous Cass. com. 25 sept. 2012, préc. (note 66); MORTIER, *op. cit.* (note 1), n° 356; MERLE, *op. cit.* (note 1), n° 525 et p. 600, note 1.

⁶⁸ Rapport au Président de la République relatif à l'ordonnance n° 2004-604 du 24 juin 2004 portant réforme du régime des valeurs mobilières émises par les sociétés commerciales et extension à l'outre-mer de dispositions ayant modifié la législation commerciale, *JORF* n° 175 du 30 juill. 2004, text n° 36, « Assouplissement du régime applicable au droit préférentiel de souscription » in Chap. 1^{er} du titre 1^{er}.

の方式の除去については次款で述べる)、除去の唯一の方式でもあった。もともと、除去の受益者を特定する必要性は、新株の割当先を明示することを要しなかったのをいいことに取締役会が仲間内に新株を割り当てることで利得することに対する 1935 年 8 月 8 日のデクレ・ロワの起草者の警戒心の表れであった⁶⁹。その警戒の対象となったのは割当先を決定する取締役会であると同時に新株の割当先となる人物の素性でもあり、そのため、優先引受権を除去する際にはその受益者が誰であるのかを株主総会に対して明らかにすることが求められたのである。受益者となる人物の名は、優先引受権の除去を決議する株主総会に提出される取締役会報告書に記載されることで株主総会に伝達されることとなる。第三者だけでなく、既存株主の一人が受益者となることも可能であるが、利益相反を考慮してその場合に受益者として名指しされている株主は優先引受権の除去の決議に参加することはできないものとされている (L. 225-138 条 I 第 1 項第 3、4 文)。

このように除去の受益者が名指しで特定される場合には、規制は比較的単純である。

3. 株主総会による新株の割当先の指定の方式—「人の部類」による指定

(1) 経緯

受益者を名指しで指示するという 1935 年 8 月 8 日のデクレ・ロワ以来の除去の方式に対し、新株の割当先となる「人の部類」を指定することによって行う除去は、2003 年 8 月 1 日の金融の安全の法律によって導入された新しい方式である (続く 2004 年 6 月 24 日のオールドナンスが法文を調整した)。もっとも、このような発想は新しいものではなく、この 2003 年の改正以前においても、そのような「人の部類」による受益者の指定が解釈上許容されるとの主張はすでに存在していた⁷⁰。それは、往時の 1966 年 7 月 24 日の法律 186-3 条 1 項の文言が単に「株主特別総会は、一名または複数名の人物のために優先引受権を除去することができる」としていたことから生じた解釈であった。現行の商法典 L. 225-138 条と異なり、「名指しされた人物のため」とは書かれていなかったからである。

もっとも、COB はそのような解釈が公募の法規制 (最低発行価額の規制など) の脱法につながるおそれを指摘し、受益者を示して行う除去において、その受益者は名指しされなければならないという立場を繰り返し表明していた⁷¹。学説においても、優先引受権は名指しされた者のため、つまり除去の決議を行う時点でその素性が明らかになっている者に対してのみ除去することができることもっぱら解されていたため⁷²、実務が提唱していたこのような柔軟な解釈は実際に通用するところとはならなかった。

しかしながら、優先引受権の除去の受益者の特定の方式を緩和することの実務上の需要は現に存在したようであり⁷³、立法者もこの要請を捉えて、まず 1997 年に司法省の委員会

⁶⁹ Jean HÉMARD, La suppression du droit préférentiel de souscription aux augmentations de capital dans les sociétés anonymes, in *Études offertes à Alfred JAUFFRET*, Faculté de droit et de science politique d'Aix-Marseille, 1974, p. 393, n° 24.

⁷⁰ Comité juridique de l'ANSA, 6 mai 1987, n° 2386.

⁷¹ *Rapport annuel de la COB*, 1987, p. 113 ; 1990, p. 169 ; 1993, p. 43.

⁷² COURET et LE NABASQUE, *op. cit.* (note 39), n° 313 を参照。

⁷³ COB が名指しすべきことを繰り返し言明することを要したのは、そうした実際の要求が

が「一名もしくは複数名の名指しされた人物または特定の性質に対応する人の部類のため」の資本増加を可能にする草案の検討を行っている⁷⁴。この委員会における検討の成果は2001年の法律案の一つにおいて引き継がれ、この時すでに、後に2004年6月24日のオールドナンスが採用することとなる規定と同じ内容の法文が予定されていた⁷⁵。この法律案自体は成立しなかったが、現行法につながる立法者の準備はこの時すでに整っていたことが分かる。その後最終的に、2003年8月1日の金融の安全の法律が、「人の部類」を受益者とする優先引受権の除去を導入するに至った（同改正後の商法典 L. 225-138 条 II）。

（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と2004年6月24日のオールドナンスによるその修正

ここで注意を引くのは、2003年8月1日の法律が導入した法文では、「株主特別総会が、自ら決定する性質に対応する一または複数人の部類のために優先引受権を除去する場合には、株主総会は取締役会または執行役会に対して・・・発行価額を決定する任務を委ねることができる〔下線筆者〕」（2003年8月1日の法律による改正後の商法典 L. 225-138 条 II 第2項）とあり、「人の部類」を受益者とする除去の場合においては、発行価額の決定を取締役会に委ねることができる点であった（このような委任は上述の2001年の法律案も許していなかった）。

しかし、2003年の改正後においても、名指しされた人物を割当先とする除去の場合には発行価額は株主特別総会が決めるものとされているのに（2003年8月1日の法律による改正後の商法典 L. 225-138 条 II 第1項）、受益者の特定の程度がより低い「人の部類」のための除去において、このような発行価額を定める権限の委譲が許容されるのは、優先引受権による保護を失うことになる株主にとって発行価額がきわめて重要な意味をもつことに照らしても疑問であるとの批判が生じた⁷⁶。翌年、2004年6月24日のオールドナンスによって変更が加えられたのはまさにこの点であり、同オールドナンスによる改正以来の現行法のもとでは、「人の部類」を受益者とする除去においてもやはり取締役会に対しては具体的な受益者のリストの確定およびその各人に割り当てられる株式数の決定しか委ねられないものとされ、発行価額（またはその算定方法）は常に株主総会が定めるものとなった。このように、発行価額の決定に関して一度は取締役会への権限委譲を許したとはいえ、これが短期間

あったことの表れであったとみることもできる。フランスの経営者団体 CNPF が1993年に公表した会社法を改正する提案の中にも、この要求が盛り込まれていた（Philippe BISSARA et Jean-Pierre BOUÈRE, Les propositions du CNPF de modernization du régime des émissions de titres de capital, *Bulletin Joly*, 1994, p. 19）。

⁷⁴ この草案については、Bernard CAILLAUD et Daniel BOULLET, Valeurs mobilières : émission, placement, droits des porteurs, *Gazette du Palais*, 1998. 2, doctr., p. 1293 et suiv.を参照。

⁷⁵ Projet de loi : Diverses dispositions d'ordre économique et financier, *Documents parlementaires, Sénat*, 2000-2001, n° 346, p. 92.

⁷⁶ Laurent FAUGÉROLAS et Stéphane SABATIER, Les émissions réservées, *Revue des sociétés*, 2004, p. 515, n° 12.

中に修正されたという点に、フランスの立法者の判断が表出したといえるだろう⁷⁷。そのように、人の部類を受益者として指定する場合においても発行価額の決定権限が株主総会にあることを確認し、つぎに株主総会による「人の部類」の定め方について検討する。

(3) 「人の部類」の指定の方式

株主特別総会が受益者として指定することのできる「人の部類」とはいかなるものか。この点、AMFは、株主総会は「人の部類を特定する基準」を定めることを要するとしている⁷⁸。また、ANSAによれば「部類」とは、共通の性格を有する個別具体的でない人物の全体であり、たとえば「適格投資家」、「一定の持株比率を有する株主」、「高級使用人」、「企業貯蓄計画に加盟していない従業員」といった例を挙げている⁷⁹。ある人物が株主総会の定めた「人の部類」に含まれるかは、その者が優先引受権を放棄した株主に代わって新株の割当てを受けることができるか否かにかかわるから、「人の部類」の特定の仕方は整合的かつ客観的であり解釈の余地がないようなものでなければならない、あるいは、潜在的な除去の受益者がその条件を満たしているか否かを容易に確かめられるのでなければならないとも説明されている⁸⁰。

ただ、抽象的すぎる「人の部類」の指定に対しては疑念も呈されている。AMFによれば、単に「機関投資家」という指定では、どのような人物が新株の割当てを受けることになるのか、除去の決定を求められる株主総会に明らかにならないとして、さらなる限定を行うことを要請している⁸¹。

しかしながら実際の例をみると、医療、医薬品関連の事業を行っている発行会社で、「医薬、生命工学または医療技術部門において日常的に投資を行う、国内外の自然人または法人（会社、信託およびファンドを含む）もしくはその他のビークル（その形態を問わない）」

⁷⁷ この点、2004年6月24日のオールドナンスに関する報告書（Rapport, *op. cit.* (note 68)）には以下の記述がある（下線は筆者による）。

「L. 225-138 条を分かりやすく書き直した。こうしてこの特定の者のための資本増加の受益者になりうる人物または人の部類が定義された。この条文は、取締役会・・・に対して、この部類の中で受益者の明確な名簿とその各人に割り当てられる証券の数を定める任務を委ねることを許していた〔2003年8月1日の〕金融の安全の法律により採用された柔軟化を引き継いでいる。

しかしながらこの簡略化は、これらの条件のすべてが株主総会の決議に服するという意味においては株主を保護するものでもある。L. 225-138 条 I は以上に加えて、発行の確定した条件が記載される取締役会または執行役会の補足報告書についても規定している。」

このような記述からは、発行価額が株主総会の決議により定められるように改められたのも、株主を保護する趣旨であったことがうかがえる。

⁷⁸ *Revue mensuelle de l'AMF*, n° 8, nov. 2004, p. 79.

⁷⁹ Comité juridique de l'ANSA, 3 mars 2004, n° 04-025.

⁸⁰ FAUGÉROLAS et SABATIER, *op. cit.* (note 76), n° 9.

⁸¹ *Revue mensuelle de l'AMF*, n° 8, nov. 2004, p. 79.

を受益者とした発行で、これに該当する投資家に対して引受けを募集したケースがある⁸²。単に「機関投資家」と受益者を指定した場合に比べて、このような人の部類の指定がどれほど新株の割当先を限定できているのかについては疑問が残るだろう。そうはいつても、このように現実にはかなり抽象的な指示であっても人の部類の表示として実務上十分と考えられているようである。

いずれにせよ、発行を実施に移す段階では、具体的に新株の割当てを受ける受益者となるべき者を確定する必要がある。法文は、この受益者のリストの確定は取締役会に委ねることができるものとしている⁸³。なお、先の段落で挙げた発行の例では、まず引受けの募集を行ったうえで、その後に権限の復委託を受けた取締役会会長執行役員が、応募した投資家を踏まえて割当先のリストを確定させるというスケジュールになっている。「人の部類」を示した除去がこのように利用される時は、その発行の実態は機関投資家向け私募に接近する⁸⁴。

4. 検討

新株発行それ自体、さらに、優先引受権の除去が株主特別総会の専決事項であることについては繰り返すことを要しない⁸⁵。むしろ株主総会から取締役会への権限委譲が行われることが通常の今日においては⁸⁶、株主特別総会の決議によっても取締役会に決定を委ねることができないとされている要素が何であるかが重要である。この観点からここまでに見たフランス法の制度を再確認する。

(1) 株主総会による新株の割当先のコントロール

他の機関ではなく株主総会が決定するものと法律が明確に定めている第一の要素は、優

⁸² Prospectus visa n° 2017-584 (ERYTECH PHARMA 社) ; 類似した指定を行っている例として、visa n° 2017-297 および n° 2017-161 がみられる)。

⁸³ ただ、具体的な受益者の確定は発行の実施のためには不可欠であることから、「人の部類」を受益者とする優先引受権の除去をとまなう発行では、取締役会に対するこの権限委譲は常に必要となる (FAUGÉROLAS et SABATIER, *op. cit.* (note 76), n° 8)。可能性としては、具体的な引受人 (予定) が決まった後に再度株主総会を招集して、株主総会が自ら受益者のリストを確定するということも考えられるが、それでは「人の部類」による指定を許した意味が失われる。

⁸⁴ もとより、実務が「人の部類」による指定の許容を求め続けた背景には、あらかじめ受益者を確定させることなく、しかしその場合に課される発行価額規制 (第三款で述べる) を回避したいという要望があった (FAUGÉROLAS et SABATIER, *op. cit.* (note 76), n° 1)。

⁸⁵ 議決権行使助言会社 Proxinvest の調査によれば、2017年にCAC All-Tradable (パリ証券取引所における時価総額上位 250 銘柄) を構成する会社の株主総会において、否決された議題の数は 85 件にのぼり、うち 48 件が資本増加に関するものであった (La saison 2017 : une année record en matière de contestation actionnariale, <<http://www.proxinvest.fr/?p=4845>> [最終アクセス 2018年9月21日])。

⁸⁶ 第二部第一章「本章のはじめに」(2)を参照。

先引受権の除去の受益者、すなわち新株の割当先であった（L. 225-138 条 I 第 1 項）。受益者は 1935 年以来名指しで特定されるものとされていたが、これに加えて現行法ではより抽象的に、「人の部類」による受益者の指定をも許容している。この「人の部類」に該当する人物の中で、実施される発行の具体的な受益者となる者は取締役会が決定するというところにせざるを得ないから、株主総会が決定する「人の部類」の抽象度によっては、割当先の制御に関する株主総会の権能は危機にさらされる。この点、上述のように AMF が単に「機関投資家」を受益者となる「人の部類」とするのでは特定として不十分との立場を明らかにしていることは、株主総会において、また株主総会に議案を提出する取締役会において、可能なかぎり具体的に「人の部類」を描写するよう促すものと思われる。もっとも、近時のフランス上場会社における事例をみると、相当広範な「人の部類」の指定も許容されていることがうかがえる。そうであれば、最終的には発行価額の決定権が株主の利益を保護する最後の砦となろう。

名指しされるのであれ、「人の部類」によって示されるのであれ、優先引受権の除去の受益者は、権利の除去が提案されている理由とあわせて、取締役会の報告書の法定の記載事項とされている（R. 225-113 条、R. 225-114 条 2 項 2^o）。株主総会への議案の提出は取締役会によることが常であるとはいえ、優先引受権の除去の決議はこの報告書を踏まえて下されるものとなっているから、少なくとも新株の割当先が名指しで指定される場合には、株主総会には事前に除去の受益者と、その各人が受ける利益の多寡を了知する機会が確保されることとなる。こうして、新株の割当先の選択に関して、一定の権能が株主総会に保障される。

なお、繰り返しになるが、優先引受権の除去の決議は、議事日程に明記され、独立した議題として決議の対象となる（さもないと新株発行全体が無効となる）。このこともまた、権利の除去の決議が厳粛に行われることを保障する一つの要素となる。ただ、「人の部類」による受益者の指定が可能になったことで、株主総会による新株の割当先のコントロールの可能性が従来に比べて縮小したことは否定できない。

（2）株主総会による発行価額のコントロール

常に株主総会により決定される第二の要素は、発行価額またはその算定方法であった（L. 225-138 条 II）。上述のように 2003 年 8 月 1 日の法律による改正後に、発行価額の決定をも取締役会に委ねることができるかのような法文が一時現出したが、それから 1 年足らずで撤回され現在の法文へと改められたことは、取締役会に発行価額の決定を委ねることは認められないという立法者の考えをむしろ際立たせた。現在は「発行価額またはその算定の条件は、取締役会または執行役会の報告書および会計監査役の特別報告書に基づいて株主特別総会が決定する」と、発行価額の決定に関する株主総会の権限が端的に表現されている。

ここでもやはり、報告書の提出が株主総会の適切な判断の保障となる。ここでは会計監査役の役割が期待されており、取締役会の報告書において発行価額またはその算定条件が理由を付して記載されることに加えて、会計監査役の報告書が、この取締役会報告書の誠実性および正確性を保証するものとされている。会計監査役の報告書は、提案されている発行が実施された結果、既存の株主の権利がどのように変化するかについても株主総会に知らせるものであるから、優先引受権を除去した発行によって自らが失うことになる経済的利益について理解したうえで、株主総会は権利の除去の判断を下すという構図が確保される。こ

のような情報提供を前提として、発行価額の制御権が株主総会のもとに据えられている。発行価額の決定については取締役会の裁量は株主総会に提出する議案を作成する範囲にとどめられているのである。

このように、割当先を示す除去においては、割当先の決定についても、発行価額の決定についても株主総会がコントロールすることができるようになっていくことが明確である。優先引受権の原則が、株主特別総会が新株発行を決定するという原則を実質的に確保するという機能を果たすことが、この権利の除去が問題となる場面において顕在化していることが分かる。

これに対して次款でみる割当先を示さない除去では、割当先の指定がないことは当然として、発行価額の決定についても市場価格がまず参照され、株主総会の権能は二次的なものにとどめられるという特徴がある。

第三款 公募または私募のため新株の割当先を指示しない除去

1935年8月8日のデクレ・ロワは、優先引受権の除去の決議に際して新株の割当先となる者を株主総会が名指しで定めるものと厳格に定め、取締役会が裁量権を濫用して仲間内に新株を割り当てることがないようにしたが、その反面、公募のような割当先を事前に指定することのできない募集を行うことに困難を生じる結果となった。このような不都合が1970年代以降主張されたことを受けて、公募のために新株の割当先を示さないで優先引受権を除去することをフランス法は認めるに至った。本節ではまず、このような除去の方式の柔軟化の背景と、その対象となる募集形式としての公募および「私募」の概念を示す。その後、この場合に適用されるL. 225-136条の特徴である、最低発行価額を法律によって規制していることについて検討を行う。

1. 株主総会が新株の割当先を指示する場合と規制を異にする理由

前款では、優先引受権の除去の方式の一つとして、除去の受益者すなわち新株の割当先を示したうえで行う除去の規制をみた。そこでは、優先引受権による保護が失われる既存株主の経済的利益への配慮から、発行価額はかならず株主総会によって決定されるものと定められていた。発行価額に加えて、発行される新株の数が株主総会に対して事前に明らかにされていれば、株主の経済的利益に対する影響を計算するには十分であるが、フランス法はこれに加えて優先引受権の除去の受益者を示すことを原則とした。それはフランス法が株主の新株に対する優先引受権を法定した当初の趣旨が、取締役会による権限濫用、とくに仲間内に新株を割り当てることにより利得することへの対応だったことを反映するものであった。

しかしながら、会社が公募を行おうとするときには、除去の受益者をあらかじめ支持することは募集の性質上不可能である。そこでフランス法は公募のために受益者を示さない優先引受権の除去の方式を導入したのであるが、その場合には発行価額について特殊な規定をもうけることによって、割当先を示す除去の場合との差別化がなされている。L. 225-135条を受けて公募のための優先引受権の除去を規律する規定は、L. 225-136条である。

L. 225-136 条

公募または通貨金融法典 L. 411-2 条 II の定める募集〔私募〕による優先引受権のない資本証券の発行は以下の条件に服する。

1° ①その証券が規制市場における流通を承認されている会社であって、直ちに、または一定期間後に発行される資本証券がそれらの証券と同一視可能である場合には、発行される証券の発行価額は、AMF への諮問の後に採択されるコンセイユ・デタの議を経たデクレの定める方式にしたがい定められなければならない。

②しかしながら、一年につき会社資本の 10%を限度として、株主特別総会は、取締役会または執行役会の報告書および会計監査役の特別報告書に基づいて自らが定める方式にしたがい発行価額を決定することを、取締役会または執行役会に対して許可することができる。この許可が使用されたときは、取締役会または執行役会は会計監査役による証明を受けた、発行の確定した条件を記載し株主の状況に及ぼされる影響を評価するための諸要素を知らせる追加報告書を作成する。

2° これ以外の場合においては、発行価額またはその決定の条件は、取締役会または執行役会の報告書および会計監査役の特別報告書に基づき株主特別総会により決定される。

3° 通貨金融法典 L. 411-2 条 II の定める募集〔私募〕により実施される資本証券の発行は、一年につき会社資本の 20%を限度とする。

R. 225-119 条

L. 225-136 条 1° 第 1 項の適用について、発行価額はその決定に先行する 3 取引時間における株価の加重平均に最大 5%の割引を行った額を下回ることはできない。

L. 225-136 条が対象としているのは公募（通貨金融法典 L. 411-1 条）または通貨金融法典 L. 411-2 条 II の規定する募集（公募に対して「私募」と呼ばれる）であり、いずれも、不特定多数の投資家に対して募集を行うものである（後述するように、通貨金融法典は、そうした募集一般を「公募」と定義したうえで、そうした募集のうち、一定の要件を満たすものを「私募」として目論見書の公示を免除するなど取扱いを区別する）。

この方式の除去による新株発行が実行されるべき期限は、法改正による変遷はあったが、現在では原則どおり株主総会の決議から 5 年（株主総会自身の決定による発行または取締役会への「実施権限」の委譲を利用する場合）または 26 か月（取締役会への「決定権限」の委譲を利用する場合）の制限に服する。

なお、第一節第三款で述べた優先期間が設定される場合には、既存株主は自身が会社資本に占める割合に比例して、公募される新株の引受けを優先的に申し込むことができることになる。

2. 沿革

(1) 議論の端緒

1966 年 7 月 24 日の法律の立法準備作業において 1935 年 8 月 8 日のデクレ・ロワが採用していた枠組みについてとくに異論が提出されることはなく、結果成立した 1966 年法律

のもとでも、優先引受権の除去は受益者を名指しで指定したうえで決議するものとされていた。しかしながら 1970 年代に入ってまもなく、優先引受権の厳格な規律が機関投資家、外国市場、または単に公衆を割当先とする発行を行うことを困難にしており、それゆえ会社が株主集団を拡大することを可能にするような改正が行われることが適切であるという主張が現れた⁸⁷。そうした論説の中にはすでに、取締役会の報告書において新株の割当てを受ける者の名を記載することが義務づけられていることが公募を妨げる原因になっていることを指摘し、上場会社についてこの点を改めることを具体的に提案していたものも存在した⁸⁸。

(2) 1973 年 2 月 22 日のデクレによる割当先指定の方式の柔軟化の試みとその失敗

そうした主張を反映してか、1973 年 2 月 22 日のデクレによる 1967 年 3 月 23 日のデクレ（商事会社に関する 1966 年 7 月 24 日の法律の適用デクレである）の改正は、公募のために優先引受権の除去の手続きを柔軟化することを明らかに目的としていた。そこでは、会社が自身の株式を当時の公式相場に上場しており、かつ、これと同種の株式を公募により発行しようとする場合であることを条件に、優先引受権の除去を決議する株主総会に提出される取締役会の報告書には、「資本増加の上限額、資本増加の動機、優先引受権の除去の動機、新株の募集の態様、および、理由を付して発行価額またはその算定の方法を記載すれば足りる」ものとした（同改正後の 1967 年 3 月 23 日のデクレ 155 条 2 項 3 項。「新株の割当先」(attributaires des actions nouvelles) を報告書の記載事項としていた同条 1 項と対照)。

なお、この場合には、発行価額は最短 1 か月最長 2 か月さかのぼった期間につき計算された株式の市場価格の平均を下回することはできないと規定され（同条 5 項）、公募について発行価額は法律によってコントロールするという後述のような方式の端緒がここにあることが分かる。また、この種の発行は優先引受権の除去の決議から 1 年以内に実現することを要するものとされていることには（同条 4 項）、期間制限を短くすることによって既存株主が晒される危険とのバランスをとろうというフランス法の一貫した傾向を看取できる。

しかし、デクレは行政権が法律の施行の様式を定めるものであり、法律によって委ねられていないか、そもそも法律の規定と矛盾した内容を導入することはできない。1973 年のデクレによる上の規定に対してはそのような視点からつぎのような疑問が提出された⁸⁹。

⁸⁷ この点については前注 34 とそこに掲げた文献を参照。Voy. notamm. SAUTY DE CHALON, *op. cit.* (note 27), p. 122 et suiv. ; HÉMARD, TERRÉ et MABILAT, *op. cit.* (note 11), t. 2, n° 439 ; HÉMARD, *op. cit.* (note 69), n° 17 ; Dominique GERRY, Le régime des augmentations du capital en numéraire après la loi n° 83-1 du 3 janvier 1983, *Revue des sociétés*, 1983, p. 10, n° 59 et suiv.

⁸⁸ SAUTY DE CHALON, *op. cit.* (note 27), p. 122.

⁸⁹ HÉMARD, TERRÉ et MABILAT, *op. cit.* (note 11), t. 2, n° 439, p. 380 et suiv. ; HÉMARD, *op. cit.* (note 69), n° 19. Voy. aussi Alfred JAUFFRET, La modification du capital émis dans les sociétés anonymes, notamment du point de vue des droits de souscription préférentielle, *RTD com.*, 1974, p. 190 et suiv.

第一に、1966年7月24日の法律181条1項が新株発行は決議から「5年」以内に行われるものと定めていたのに、改正後の1967年3月23日のデクレ155条4項は、優先引受権の除去を株主総会が決議してから「1年」以内に発行が実現しなければならないと定めた。しかしながら、デクレがこのような特則を定めることが許容されるのかは不明だった。

第二の問題は、新株の割当先となる者が優先引受権を除去する決議に参加することを禁止する1966年7月24日の法律186条2項（現在の商法典L. 225-138条I第1項第三文）との抵触であった。この規定が新株の割当先が特定される場合を前提にしたものであることは明らかであったが、その違反に対する当時の制裁は無効であると同条により明文化されていたため、デクレの規定により割当を受ける者を示さないで優先引受権を除去した後、株主がその公募に応募するとこの規定に違反することにはならないのかということが懸念された。

結局のところ、デクレの規定が法律に適っているのかが不明確なままであったため、デクレの規定は死文となった⁹⁰。

(3) 1983年1月3日の法律による改正

(A) 法律の規定をもうけることによる解決

そのようにデクレによる改正の試みが法律との不整合のために失敗に終わったことを受けて、1983年1月3日の法律は、「資金公募の場合には、株主総会は受益者の名を示すことなく優先引受権を除去することもできる」ことを、法律の規定の中で明文化した（同改正後の1966年7月24日の法律186条2項）⁹¹。

(B) 公募における最低発行価額の規制の導入（「40中の20ルール」）

この時、発行価額に関するルールも整備された。公募のために受益者を示さないで優先引受権を除去する場合において、発行される株式が公式相場または二部市場に上場しているものであるときは、発行の開始日に先行する40取引日のうち、いずれかの連続する20取引日以上における市場価格の平均を発行価額は下回ることはできないものと定められた（1983年5月3日のデクレにより創設された1967年3月23日のデクレ155-1条1^o）。この規則は「40中の20ルール」（20 parmi les 40）と呼ばれる。その2年後、立法者は、発

⁹⁰ GERRY, *op. cit.* (note 87), n° 61 ; Dominique BOMPOINT, La réforme des procédures d'appel public à l'épargne : La règle des « 10 parmi 20 », *Actes pratiques et ingénierie sociétaire*, janv.-fevr. 2004, p. 20, n° 6 ; CHABERT, *op. cit.* (note 30), p.47.

⁹¹ Avis présenté 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*, 1982-1983, n° 78, p. 21 et suiv.

1973年のデクレと異なり、1983年の改正後においては公募のために受益者を示さない優先引受権の除去を行う可能性は上場会社にかぎられていない（GERRY, *op. cit.* (note 87), n° 62）。またこのような発行が実施されるべき期限は、発行額が会社資本の半分を超えないかぎり株主総会の決議から3年とされ（1966年7月24日の法律186条2項。半分を超える場合には1年）、1973年のデクレの採用していた1年よりも長い。

行価額の規制はデクレでなく法律によるべきと判断し、1985年12月14日の法律による改正後は、同じ発行価額の規則は1966年7月24日の法律186-1条2°へと移転した。

この発行価額の規制については後述するが、ここでは株主総会が発行価額を決定することを法定するのではなく、市場価格という客観的基準による発行価額の下限を定める方が選択されたことが注目される。

3. 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

このように1983年に導入された、新株の割当先を示さない除去が許容される発行の類型には、今日では公募に加えて「私募」が存在する（L. 225-136条柱書、私募とは「通貨金融法典L. 411-2条IIの定める募集」のこと）。これは2009年1月22日のオールドナンスによる「資金公募」の概念の整理の帰結であった。

すなわち、2009年1月22日のオールドナンスは、フランス法の伝統的概念であったが国外には理解されづらかった「資金公募」(appel public à l'épargne)の概念を廃止し⁹²、ヨーロッパ連合指令⁹³においても用いられている(金融証券の)「公募」(offre au public [de titres financiers])の概念に置き換え、これについてAMFの査証を得た目論見書の事前の公示を義務付けると同時に、自己の計算で行為する「適格投資家」⁹⁴および「少数投資者」⁹⁵をもっぱら相手方とする募集を「私募」(placement privé)として、こちらについては公募に

⁹² フランス法は伝統的に、投資家および市場の保護のための情報提供義務を発生させる鍵として「資金公募」という概念を用いてきた（1966年7月24日の法律72条、後に通貨金融法典L. 411-1条）。資金公募は、①証券の上場と、②各種媒体や対面勧誘を通じて、または仲介者を用いて証券の引受けまたは取得を公に募ることとの2つの行為を包含する概念で、①と②のいずれによるかにかかわらず資金公募を行った会社は、「資金を公に募集している会社」として、継続開示義務と加重された最低資本金の規制に服するものとされていた。2009年の改正の背景には、資金公募の概念が国外で理解されなかったことと併せて、フランス国内の事情として、たとえば一度社債の「公募」を行ったばかりに（上場会社でもないのに）半永久的に重い開示義務を負担することへの批判が存在した。

新たに導入された「金融証券の公募」にはもはや証券の上場は含まれず、継続開示義務は公募という1回かぎりの行為にとまなうのではなく、証券を取引所に上場しているという状況に付随する義務として整理された（GERMAIN et MAGNIER, *op. cit.* (note 4), n° 2837）。

⁹³ 有価証券の公募の場合または有価証券の流通の承認のために公示される目論見書に関して指令2001/34/CEを修正する2003年11月4日の指令2003/71/CE, *JOUE*, L 345 du 31 déc. 2003を参照。

⁹⁴ 適格投資家とは、「金融手段を客体とする各種の操作に内在するリスクを把握するのに必要な能力および手段を有する人物または主体」と定義される（通貨金融法典L. 411-1条II第2項）。適格投資家と認められる投資家の種類のリストは通貨金融法典D. 411-1条が定めており、与信機関、保険会社やOECD加盟国およびその中央銀行といった法律上当然の適格投資家と、選択による適格投資家となる者がある。後者の選択は一定の要件を満たす主体または自然人がAMFの管理する名簿に登録されることにより行われる。

⁹⁵ 150名以下の投資家を指す（通貨金融法典D. 411-4条）。

付随する目論見書の公示義務を免れるものとした（通貨金融法典 L. 411-1 条、L.411-2 条および L. 412-1 条を参照）。

この 2009 年の改正以前においても、いわゆる私募と呼ばれるような態様の募集はあったものの、それが当時の「資金公募」に該当するかぎり目論見書の公示義務があると考え余地があった⁹⁶。2009 年の改正は私募の要件を明らかにし、公募の範疇から除くことで、目論見書の公示を要しない発行の方式の枠組みを明確化したものである⁹⁷。

金融証券の「公募」であれ、「私募」であれ、優先引受権の除去の方式との関係では、いずれも受益者を示さないで行う除去として商法典 L. 225-136 条の規制のもとに置かれる⁹⁸。ここでは、①目論見書の作成および公示を免れることが私募の最大の利点とされるが⁹⁹、AMF 一般規則により目論見書の公示がないことを補う情報提供を行う義務が発行会社に対して課されること¹⁰⁰、および、②私募による発行は、一年につき会社資本の 20%を超えることはできないと規定されていること（L. 225-136 条 3^o）¹⁰¹を指摘するにとどめる。

⁹⁶ Jean-Jacques DAIGRE et Bénédicte FRANÇOIS, Commentaire de l'ordonnance du 22 janvier 2009 relative à l'appel public à l'épargne, *Revue des sociétés*, 2009, p. 3 n° 74.

⁹⁷ 2009 年 1 月 22 日のオールドナンスについての報告書によれば、「会社にとって公募よりも迅速かつ簡略なこの方式〔私募〕による資金調達の利用を容易にすること」が当該改正の目的であるとされる（Rapport au Président de la République relatif à l'ordonnance n° 2009-80 du 22 janvier 2009 relative à l'appel public à l'épargne et portant diverses dispositions en matière financière, *JORF* n° 19 du 23 janv. 2009, text n° 13 ; Voy. aussi, MORTIER, *op. cit.* (note 1), n° 381)。ただ、私募により発行された株式が特別の市場（プロ向け市場）ではなく既存株式と共通の通常の市場で流通する場合には、後者への上場（admission）を捉えて目論見書の公示が要求される可能性がある（規制市場における資本証券の流通の承認 [admission de titres financiers aux négociations sur un marché réglementé] に目論見書を要求する通貨金融法典 L. 412-1 条 I 第 1 項を参照）。ただし、AMF 一般規則は、新たに上場する株式数が、当該市場における流通をすでに承認されている株式数の 10%に 1 年間を通算して満たないときは目論見書の公示義務が適用されないことを定めている（AMF 一般規則 212-5 条 1^o）。

⁹⁸ Michael LOY, L'augmentation de capital sans droit préférentiel de souscription par placement privé (Ordonnance no 2009-80 du 22 janvier 2009), *JCP E*, 2009, 1766, n° 5 ; DAIGRE et FRANÇOIS, *op. cit.* (note 96), n° 75 et suiv. ただし、AMF は、株主にとっての明瞭性の観点から公募による発行の権限委譲と、私募による発行の権限委譲とが、それぞれ別個の株主総会決議の対象となるように勧告している（Recommandation AMF, n° 2009-13）。

⁹⁹ LOY, *op. cit.* (note 98), nos 14 et 15.

¹⁰⁰ AMF 一般規則 211-3 条は、発行者は私募の相手方となる投資者に対して、①当該募集が AMF の査証を受けた目論見書の作成を免れる旨、②投資者は自己の計算でのみこの募集に応じることができる旨、③私募により取得した証券を直接または間接に公に拡散させる場合には、公募と同じ条件にしたがうことを要する旨を報せなければならないものとしている。

¹⁰¹ 2009 年オールドナンスの報告書にこの限定の趣旨を直接明らかにする記述はないが、

4. 法律による発行価額の規制

現行法において、規制市場上場会社の、上場株式と同種の株式の公募または私募における発行価額は、その決定に先行する3取引時間における株価の加重平均に最大5%の割引を行った額を下回ることはできないものと定められている。以下ではまず1983年以来最低発行価額規制とその問題点を確認し、次いで2004年6月24日のオールドナンスがこのような規則を採用することになった経緯を踏まえ、最後に現行法の趣旨を検討する。

(1) 「40中の20ルール」・「20中の10ルール」とその失敗

(A) 1983年1月3日の法律における40中の20ルール

2. において述べたように、1983年1月3日の法律とその適用デクレのもとで、公式相場および二部市場に上場している株式を公募するため受益者を示さないで優先引受権を除去する場合には、発行価額は発行の開始に先行する40取引日のうち連続する短くとも20取引日の市場価格の平均を下回ることはできないものとされた（「40中の20」ルール）。

1985年12月14日の法律の立法者は、1983年法律のもとではデクレにより規定されていたこのルールを法律の中で規定する必要があると考え¹⁰²、1985年法律による改正の際に同旨の規定は1966年7月24日の法律186-1条2°に置かれることになった。なお、これ以外の市場に上場している会社または非上場会社による公募の場合には、最新の貸借対照表に基づいて算出される一株当たり純資産額、または、取締役会の請求を受けて商事裁判所所長が任命する鑑定人の定める額を下回ることはできないものとされた（1985年法律による改正後1966年7月24日の法律186-1条3°；ただし、既存株式とは異なる種類の株式を公募する場合には、発行価額の算定に利用できる適切な数値がないことから、その発行価額の決定は株主総会に委ねられる取締役会および会計監査役の報告書に基づいて株主特別総会が決定する〔同186-2条1項2°〕）。

「20%」が唯一言及された箇所すなわち「〔2009年1月22日のオールドナンスの〕第11条は、1年ごとに会社資本の20%を限度として私募による資本増加を行うことを可能にする。その目的は、会社にとって公募よりも迅速かつ簡略なこの方式による資金調達の利用を容易にすることにある」という文脈からは、柔軟であるだけに株主にとって危険が大きいことから金額の上限をもうけたものと考えられる。私募において取締役会に許容される割当先選定の裁量が拡大し株主にとってリスクが高まることを指摘する文献として、MORTIER, *op. cit.* (note 1), n° 382 を参照。これに対して、とくに緊急の資金調達の必要に直面した上場会社にとっての私募の意義を高く評価するものとして、Charles CARDON, *L'augmentation de capital par placement privé issue de l'ordonnance du 22 janvier 2009, RTD fin., janv.-févr. 2009, p. 45, n° 24 et suiv.* がある。

¹⁰² Rapport par DAILLY, *op. cit.* (note 28), t. 1, p. 69. Voy. aussi Alain COURET, La loi n° 85-1321 du 14 décembre 1985 modifiant diverses dispositions du droit des valeurs mobilières, des titres de créances négociables, des sociétés et des opérations de bourse, *Bulletin mensuel d'information des sociétés*, 1986, p. 145, n° 155 et suiv..

(B) 1994年8月8日の法律による20中の10ルールへの短縮

もっとも、この40中の20ルールに対しては、どの期間を参照するかを選択について取締役会の裁量の余地が大きすぎることに、さらに証券取引委員会が40日にわたり相場操縦を警戒し続けることは負担が大きすぎることに二点の問題が指摘されていた¹⁰³。これに対応するため1994年8月8日の法律は、端的に発行開始日の前日の終値を最低発行価額とする案もあったのであるがこれを退けて¹⁰⁴、「20中の10」ルールへの縮小によって対処することにした（仕組みは40中の20ルールと同一）。

(C) こうしたルールの問題点とその現実化

しかし、40取引日の中から20取引日の中から、参照される期間中一貫して市場が上昇の傾向を示したとすれば、どの連続20(10)取引日を取り出しても、そこでの株価の平均は発行決定直前の時価を下回ることで、これを最低発行価額とすることを会社に強制したとしても株主の保護にはならない¹⁰⁵。反対に、市場が下降を続けたならば、どの区間を参照してもそこでの株価の平均、つまり法律の定める最低発行価額が発行決定直前の株価を上回る結果となって、公募が失敗する結果となる。実際、2001年以降フランスの株式市場が低迷し、後者の問題が現実化すると、この20中の10ルールは激しい批判を受けることとなり、これを支持する者はなかったというほどであった¹⁰⁶。この規則を改めることに賛成するかを尋ねる（この質問の仕方自体が示唆的である）COBの調査に寄せ

¹⁰³ 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*, 1994, p. 636 ; COURET et MEDUS, *op. cit.* (note 31), p.908 ; CHABERT, *op. cit.* (note 13), n° 57.

¹⁰⁴ 1994年8月8日の法律の立法準備作業の段階においては、国民議会は発行の開始日の前日の価格を発行価額の下限とするという案であった（*Rapport TRÉMÈGE, op. cit.* (note 32), p. 158）。この案によれば、取締役会に裁量の余地はなく、市場当局が相場操縦を警戒する必要があるのも一日かぎりとなる。しかしながら元老院の委員会は「現行の〔40中の20ルールの〕長さを短縮の方が実際望ましく、国民議会在採択したように発行開始の前日の価格を参照するのでは、相場操縦を許すことになる」として、本文で述べた「20中の10」ルールへの短縮の方が採用されることになった（*Avis présenté 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, 1993-1994, n° 539, p. 46*）。

¹⁰⁵ BOMPOINT, *op. cit.* (note 90), n° 3。ただし、COBはその監督下にある会社に対して、40中の20ルールの遵守とは別に、発行価額を定める日の市場価格に可能なかぎり近い発行価額を採用するよう要請していたところである（*Bulletin mensuel de la COB, n° 193, juin 1986, p. 7*）。これは40中の20ルールの趣旨が「新旧株主の利益の均衡を保つような発行価額を会社に採用させること」にあるとの理解に基づいたものであった。

¹⁰⁶ BOMPOINT, *op. cit.* (note 90), nos 4, 7 et suiv. Voy. aussi CHABERT, *op. cit.* (note 30), p. 58 et suiv. ; COURET et LE NABASQUE, *op. cit.* (note 39), n° 271 ; DAIGRE, *op. cit.* (note 51), n° 13 et suiv.

られた実務家からの回答はすべて法改正を支持する意見であり¹⁰⁷、また COB のワーキンググループが 2002 年に公表した報告書も、20 中の 10 ルールを改め、「たとえば、直近の取引日における株価の加重平均から可能な範囲での割引を行うシステム」を採用するような柔軟化を行うことを提案していた¹⁰⁸。このように批判の絶えなかった公募における最低発行価額の規則は、つぎにみるように 2004 年 6 月 24 日のオールドナンスによる改正の対象となった。

(2) 現行法における最低発行価額の規制

(A) 「発行価額はその決定に先行する 3 取引時間における株価の加重平均に最大 5% の割引を行った額を下回ることはできない」

2004 年 6 月 24 日のオールドナンスは、批判の集中した 20 中の 10 ルールを廃止するとともに、「発行価額は AMF への諮問の後に採択されるコンセイユ・デタの議を経たデクレの定める方式にしたがい定められなければならない」（同改正後商法典 L. 225-136 条 1° 第 1 項）として、この問題の処理をデクレに委ねる方針を採用した（1985 年の立法者が、最低発行価額の規則は法律で定められなければならないと考えたのは反対である）。同オールドナンスに関する報告書によれば、その趣旨は、そうすることが「発行価額決定の規則を命令によって定めることにより市場の要請により容易に適応することが可能になるから」¹⁰⁹であるとされる。このことによって、発行価額に関する規則を改める際に、立法者においてテクニカルな議論を行う必要はなくなった¹¹⁰。

この法律の規定からの委任を受けて、2004 年 6 月 24 日のオールドナンスのために 2005 年 2 月 10 日のデクレにより改正された後の 1967 年 3 月 23 日のデクレ 155-5 条（現在の商法典 R. 225-119 条）は、規制市場上場会社が行う、上場株式と同種の新株の公募の場合における発行価額は、その決定に先行する 3 取引時間（séances）の株価の加重平均に最大 5% の割引を行った額を下回ることはできないものとした。「取引日」ではなく「取引時間」を単位とするときは、新株発行の決定がその日の取引時間終了後に行われた場合に、終了したその日の取引時間が「先行する 3 取引時間」に含まれる点が異なる。計 3 日間の市場価格を参照することが選択されたため、単に直近の 1 取引日における価格を参照する場合に比べて相場操縦への耐性があり、かつ最大 5% までのディスカウントの余地が認められているので、市場が下落を続けた場合において法定の最低発行価額が時価を上回るために発行が失敗するという事態を回避することが可能となった¹¹¹。

¹⁰⁷ *Bulletin mensuel de la COB*, n° 362, nov. 2001, p. 71 et suiv..

¹⁰⁸ *Présentation du rapport du Groupe de travail présidé par M. Lepetit sur les nouvelles formes d'augmentation de capital* du 4 sept. 2002, p. 16 ; AMF のウェブサイトよりアクセス可能 < <http://www.amf-france.org/> > （最終アクセス 2018 年 9 月 21 日）。

¹⁰⁹ Rapport, *op. cit.* (note 68), « Assouplissement du régime applicable au droit préférentiel de souscription » in Chap. 1^{er} du titre 1^{er}.

¹¹⁰ CHABERT, *op. cit.* (note 13), n° 58.

¹¹¹ MORTIER, *op. cit.* (note 1), n° 376, p. 248. オールドナンスが採用したこの仕組みは、note108 で掲げたワーキンググループの提案に沿ったものとなっている。

(B)「しかしながら、一年につき会社資本の10%を限度として、株主特別総会は、取締役会または執行役会の報告書および会計監査役の特別報告書に基づいて自らが定める方式にしたがい発行価額を決定することを、取締役会または執行役会に対して許可することができる」

2004年6月24日のオールドナンスはさらに、直前にみた発行価額規制にかかわらず、規制市場上場会社の株主総会は1年につき会社資本の10%を限度として、取締役会の報告書および会計監査役の特別報告書に基づき株主総会の定める方式にしたがって発行価額を決定することを取締役会に対して許可することができるものとした(L. 225-136条1°第2項)。

同オールドナンスに関する報告書によれば、この規定により「会社がその証券を最良の条件で発行することが可能となるとともに、発行価額の規則が保護しようとしている株主の権利を過度に深く損なうことなく、いわゆる「切れ目のない」(en continu)資本増加が可能にな」とされる。

「切れ目のない」発行(émission en continu ; *equity line* ともいう)とは、2001年以降の株式市場低迷の結果、20中の10ルールがその欠陥を明らかにした後に行われるようになった実務で、優先引受権の除去のうえ、必要量の新株予約権(bons de souscription des actions)を第三者(金融機関など)に対して割り当てておき、当該第三者は会社の請求に応じて新株予約権を行使する義務を負うという内容の契約を結ぶという手法である¹¹²。この新株予約権の発行価額は名目的で微小な額に設定され、行使価額は、たとえば新株予約権の行使日に先行する3~5取引日の市場価格の平均によるというように定められる¹¹³。当該第三者は会社から所定の手数料を受領するほか、新株予約権の行使により取得した株式を市場で売却することによる値上がり益を得るといった全体像となっている。この手法によって、会社は必要に応じて新株を発行して資金調達を達成することができたのであるが、第三者に対して支払われる手数料が高額すぎるという難点が指摘されていた¹¹⁴。

さらに、この方法が、第三者に対して発行される新株予約権の行使価格の設定の仕方次第で、法律の定める公募の規制(発行価額規制—当時は20中の10ルール)の脱法に該当するおそれは指摘されていた¹¹⁵。2004年6月24日のオールドナンスの改正による上記規定は、このような実務を正式に法律上許容することにしたものである。

そうして、一年につき会社資本の10%という限定¹¹⁶のもと、法律による規制を受けずに

¹¹² この実務については、COURET et LE NABASQUE, *op. cit.* (note 39), n° 275 et suiv. ; CHABERT, *op. cit.* (note 30), p. 76 et suiv. ; MORTIER, *op. cit.* (note 1), n° 241 et suiv.を参照。

¹¹³ CHABERT, *op. cit.* (note 13), n° 64, p. 1053, note 93. ここでは時価発行が意識される。

¹¹⁴ MORTIER, *op. cit.* (note 1), n° 382.

¹¹⁵ CHABERT, *op. cit.* (note 13), n° 65.

¹¹⁶ 1年につき10%という限度の設定は、自己株式の取得および処分規則と平仄を合わせたものであるとされる(DAIGRE, *op. cit.* (note 51), n° 15 ; MORTIER, *op. cit.* (note 1), n° 376, p. 249)。すなわち上場会社(規制市場上場会社にかぎられない)の株主総会(通常総会)は取締役会に対して会社資本の10%を超えない範囲で自己株式の買付けを許可することができる。その目的および買付の方式は株主総会が定め、授権の有効期間は18か月を超える

発行価額を決定することが認められた。ただ、それも株主特別総会の決議による許可を前提にしていることに加えて、このときに取締役会が採用する発行価額の決定方式を決定するのは株主株主総会であるとやはり明文で定められており（この決議は取締役会および会計監査役による報告書に基づく）、株主特別総会の発行価額に対する制御権がやはり確保されている。他方で取締役会は、株主総会による許可の範囲内で随時に発行を実施することができる裁量をもつ。

「北アメリカの授権資本の技術を採用したのとさほど変わらない」¹¹⁷とも評されるこの規定の適用を受けるのは、規制市場に株式を上場している会社にかぎられる。

(C) 非上場会社等においては株主特別総会が発行価額を決定する

(A) および (B) で述べた規則は、規制市場上場会社における、上場株式と同種の株式の公募について適用されるものであった。それ以外の場合、すなわち①規制市場上場会社の上場株式とは異なる種類の株式の公募、または、②非上場会社が行う公募については、2004年6月24日のオールドナンスは、発行価額は取締役会および会計監査役の報告書に基づいて株主総会が単に決定するものとした（L. 225-136 条 2°）。従来、上場会社による既存株式とは異なる種類の株式の公募について、貸借対照表上の一株あたり純資産を基準とするこれとは異なる規律があったものを廃止し、株主特別総会に発行価額の決定を委ねたものである¹¹⁸。ここでは新株の割当先を示す除去の場合と同様に、株主総会による発行価額のコントロールが徹底している。

(3) 検討

以上のように、こと公募（または私募）の場合における発行価額に関しては、単に株主特別総会にこれを決定させるのではなく、市場価格を参照した最低発行価額を定めるという法規制が採用されている点特徴的である。ここではフランス法の他の場面で一貫してみられる株主総会によるコントロールの方が、二次的なものとなっているからである。このような枠組みが採用されている理由として、立法者の残した資料からうかがえるのは、市場価格を大きく下回る発行価額が既存株主の利益を大きく害することをへの懸念であり¹¹⁹、この懸念を払拭するためには、たしかに市場価格を利用して算出される何らかの数値を下限として法律で定めることには合理性がある。

ことはできない（L. 225-209 条 1 項）。他方で、そのように取得した自己株式を会社が取引所で売却することに規制はなく、任意の時にこれを売却することができる。

¹¹⁷ DAIGRE, *op. cit.* (note 51), n° 15.

¹¹⁸ CHABERT, *op. cit.* (note 13), n° 62 ; DAIGRE, *op. cit.* (note 51), n° 18 et suiv. ; MORTIER, *op. cit.* (note 1), n° 377 を参照。

¹¹⁹ Rapport par DAILLY, *op. cit.* (note 28), t. 1, p. 69. 学説にも、取締役会による発行価額の恣意的な決定が株主の利益を害することを防ぐことに意味がある旨述べるものがあるが（COURET et LE NABASQUE, *op. cit.* (note 39), n° 271 ; DAIGRE, *op. cit.* (note 51), n° 13）、それでも株主総会が自ら発行価額の算定方法を定める場合と、法律が発行価額の下限を規定している場合とを比べて、後者がより適切となる条件は明らかでない。

なお、法律は最低発行価額を定めているにすぎず、これに反しないかぎり株主総会が発行価額の決定に条件を付すことは禁止されていない¹²⁰。とすれば、法律による最低発行価額の規制も株主特別総会による制御権を損なうものでなく、むしろこれを補強して、不当な発行価額が株主の利益を著しく害することがないようにするものとして位置づけるのが妥当であろう（ただ、一定のパターナリズムの存在を認めない）。この点、(B) で述べた新たな規定は、部分的にはあるが、発行価額の決定権への法律による後見的介入を止めたものともみることができる。

第四款 制裁

以上、第二款では、L. 225-138 条にしたがい新株の割当先を指示して行う優先引受権の除去を、第三款では、L. 225-136 条にしたがい新株の割当先を指示せずに行う除去のそれぞれについて規制の内容をみた。

これら優先引受権を除去した発行において法令違反があった場合の制裁についても、優先引受権を維持した発行について第一節第四款ですでに述べたことが妥当する（無効、履行命令、または、違法な手続きにより発行された株式の権利の停止）。ここでは、優先引受権に関する法文のうち、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」）の違反は、無効であると明文により規定されていることを再度指摘するにとどめる（L. 225-149-3 条 2 項）。

本章および第二部の結び

(1) 優先引受権による新株発行規制のコントロール

本章そして第二部の結びとして、各節において検討したところと重複するが、改めて今日における優先引受権制度を整理すると、以下のように、フランス株式会社法において株主の優先引受権制度が新株発行規制の要であり、各種の態様によって株主の利益を保護するように機能していることを示すことができるだろう。

第一に、株主の優先引受権を維持して行われる発行においては、まず希釈化を防ぐその作用によって、新株発行のもつ危険から既存株主の利益は保護される。株主は自身に付与された権利を行使するならば、発行の前後で会社資本に占める自身の持株比率を維持し、したがって同一の割合の権利を保つことができるからである。さらに、株式と同じ条件による優先引受権の譲渡可能性が認められていることによって、引受けを望まない株主も市場において権利を売却することで経済的損失を回避することができるようになっている。

そうした優先引受権の機能がもたらす直接的な保護に加えて、法律という一種の権威が優先引受権を原則に定め、新株発行の場面で危険にさらされる株主の利益が法的に保護に

¹²⁰ 実際、公募のための優先引受権の除去に関する株主総会の決議文をみると、「発行価額は・・・法令の定める最低額を下回ることはできない」と株主総会において決定されているのが常であって（たとえば、Prospectus, visa n° 2017-200, 4.6.1, paragraphe 10, p. 28 ; n° 2017-007, 4.6.1, p. 31 を参照）、許容される割引率を、たとえば法律より厳しい 3% を上限とするような決議がありうる。

値することを示したことの意義も無視することはできない。そうして権利を付与された株主自身や市場監督機関が優先引受権の意義を支持している状況では、会社もできるかぎり優先引受権を維持するように行動を変えることになるからである。実際、今日においても上場会社は優先引受権を維持した発行の方を選択する傾向を有している。また、公募においても既存株主の優先的な申込みを受け付ける期間（優先期間）の設定が行われることがしばしばみられることにも、優先引受権制度の趣旨を可能なかぎり達成しようという文化の存在を示唆している。

このように優先引受権制度は、単にその直接的作用によって既存株主を保護するだけでなく、各主体の行動を変化させることによる間接的な作用によっても、フランスにおける新株発行の実態に影響を及ぼしている。

第二に、優先引受権を除去して行う発行の場合においても、その除去の手続きを通じて株主の利益への配慮が示されている。優先引受権の除去の手続きの中心にあるのは株主特別総会の決議であり、この決議は取締役会と会計監査役とのそれぞれの報告書に基づいて行われるものとされているのだった。とくに割当先の指定、および、発行価額またはその算定方法の決定という、優先引受権による保護がない場合において重要となる事項に関して、法律がとくに配慮していることは確認した。すなわち、新株の割当先となる人物および発行価額またはその算定方法は、優先引受権を除去する株主特別総会が決定するものと明文で示されている。ただし、割当先の指定を募集の性質上なしえない公募または私募のための優先引受権の除去の場合には、株式の市場価格を参照できるときは、市場価格に基づく最低発行価額が法定されているのだった（参照できる市場価格がないときは、株主総会が発行価額またはその算定方法を決定する）。

優先引受権が原則として存在するからこそ、その除去の決議という契機が生じるのであり、権利の除去の手続きにおける株主総会のこれらの決定権もまた、優先引受権制度がもたらしたものと評価すべきであろう。優先引受権制度は、これを除去して行う発行においても、割当先および発行価額を株主特別総会がコントロールする可能性を付与することで、株主利益の確保に貢献するものである。このように優先引受権制度は、とくにそれが除去される局面において、新株発行は株主特別総会が決定するという原則を実質的にも確保する機能を有していることが際立つ。

（２）優先引受権制度と会社の資金調達の便宜との両立

本章における検討から明らかとなるのは、原則として新株に対する優先引受権が株主には与えられるという制度が、一国の上場会社を規律する法においても今日まで存続してきたという事実である。それは単に法律上の制度が残存しているに過ぎないというのではなくて、フランスを代表するような上場企業であっても、多くの場合に優先引受権を維持して新株を発行することを実際に選択しているというように、優先引受権制度が確かに通用しているという意味である。他方で、優先引受権を除去した発行の例（公募、第三者割当）も常に存在し、必要ならば会社はそのような方式の発行を選択することもなんら妨げられていないことが明らかである（本章第一節第一款 1. において掲げた資料を参照）。実際にも、フランスの上場会社の取締役会は、実際に使用するか否かにかかわらず、各方式の新株発行

を実施する権限委譲を株主総会から常に預かっているのであり¹²¹、そのような状況で優先引受権を維持した発行が頻繁に行われているのは、取締役会があえて行った選択の結果であることを意味しているのである。

株主総会決議と優先引受権を前提にした新株発行規制が今日においても通用していることと関連して指摘すべきもう一つの事柄は、フランス法においても会社の資金調達を容易にするために法規制の柔軟化が段階的に実施されてきた点である。具体的には、優先引受権を維持した発行では、株主がその権利を行使するために確保されるべき期間は1966年7月24日の法律における30日間から、2004年6月24日のオルドナンスによる改正後の現行法での5取引日にまで短縮され、ヨーロッパ連合指令が許容しているもっとも短いスケジュールにフランス法は到達したのだった。実際の発行全体での所要時間は、最短で3週間ほどとなる。

また、優先引受権を除去した発行においても、新株の割当先の指定の方式は、もはや名指しで行うことは必要でなく、株主特別総会は「人の部類」を定めれば、具体的な割当先となる者は取締役会で決定することができるように柔軟化されている。この「人の部類」の指定のあり方は、たとえば「発行会社が属する業務分野において日常的に投資を行っている機関投資家」のような抽象度のきわめて高いものでも許容されるのが実態であり、割当先の選択に関して取締役会に委ねられる裁量の幅はかつてよりも大きく広がっている。ただし、発行価額に関してはなおも株主特別総会だけが決定権を有していることは繰り返し確認したとおりである。株主による優先引受権の行使のための手続きを要しないため、こちらの場合には10日程度で発行を完了することができるようになっている。これは日本法のもとで可能なスケジュールと比べても決して不利なものではない。フランス法は優先引受権制度の堅持を含め株主利益の確保の方を優先した新株発行規制を用意しているが、それを前提としても今日までに十分な機動性をも備えるに至っているのである。

¹²¹ 第二部第一章「本章のはじめに」(2)を参照。

終章

本論文の目的は、第一に、フランス株式会社法における新株発行規制の現状と趣旨とを明らかにすること、第二に、そうして明らかになったフランス法を視座として、フランス法とは対照的な規制を採用している日本法を検討することであった。以下では本論文の結びとして、まずフランス法が採用する新株発行規制における株主利益を保護しようとする精神について、まず 1807 年商法典から現行法までの法改正の経緯を踏まえたうえで (1)、複数回の改正を経ても堅持されている考え方を再確認する (2)。その後、株主の保護を出発点としながらも一定の達成を見た、フランス法における会社の資金調達の便宜あるいは機動性への配慮について分析する (3)。そして最後に、フランス法が株主利益の確保を優先した法制の設計を行っていることと、その公正であることを述べる (4)。

1. フランス法における新株発行規制の法改正の展開

あらためて、本論文を通じて検証したフランス株式会社法における新株発行規制について歴史的展開を含めた全体像を確認したい。筆者の分析では、規制の要となる原則は 2 つある。1 つは、新株の発行はかならず株主特別総会 (*assemblée générale extraordinaire*) に基づいて行われるというものであり、もう 1 つは、既存株主は原則として持株比率に応じて新株を引き受ける優先権 (優先引受権 *droit préférentiel de souscription*) を有することである。前者は当然として、後者もまた、優先引受権を除去するための株主特別総会決議という手続きを通じて (除去しないならば、この権利が自動的に株主を保護するので問題にならない)、究極的には株主総会による新株発行のコントロールを確保しようとする仕組みである。

(1) 株主特別総会への新株発行決定権限の専属

逆説的であるが、フランス法においてそうした規制の構築が必要となったのは、株主特別総会の決議によって新株発行を決定できることになったからであった。すなわち、1807 年商法典およびそれに続く商事会社に関する 1867 年 7 月 24 日の法律のもとで、20 世紀を迎えるまでの間、定款に特別の定めがないかぎり、新株発行は株主全員の同意によらなければならないというのが原則であった。なぜならば、定款とは会社契約 (民法典 1832 条以下) の契約書であって、そこに記載された資本の額の定めは民法典の原則にしたがい当事者の相互の同意がなければ変更できないものと理解されたからである。しかしながら多数の株主を擁する株式会社にとってこのような原則は厳格すぎるものとして批判され、1892 年 5 月 30 日の破産院の判例によって、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¹

¹ 1867 年 7 月 24 日の法律が制定された後、本判決以前においては、同 31 条の趣旨は、定款変更を株主総会の決議に委ねる定款条項がある場合について、そうした特別の定め

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。

この破毀院判決以降、学説の多数派も、定款による授権を待つまでもなく 1867 年 7 月 24 日の法律 31 条の定める決議要件を満たした株主総会（特別総会）は資本の額の定めの変更を含む一定の範囲の定款変更権限を有するものと説くようになった。最後に法律の規定も変化に追いつき、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²。

（2）第一次世界大戦がフランスの新株発行規制に及ぼした歴史的意義

そのように、株主特別総会における多数決が採用されることとなったのは、株主全員の同意というのが、株式会社においてはおよそ現実的でなかったからであった。しかしながら、そのような要請に応える形で転換変更一般が多数決に服することとなった一方で、資本の額の定めの変更すなわち新株発行という定款変更の類型に固有の危険が、その時点ではいまだ明確に認識されていなかったのである。

そうした状況のまま、上述の 1913 年の改正の後、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ができたのである。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ことが理解されるようになる。

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

よっても緩和することのできない決議要件の下限を定めたものであると多数説は理解していた。

² 以上の経緯について第一部第一章を参照。

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³。

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⁴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のである。

(3) 既存株主の新株に対する優先引受権の法定

そこでフランス法は、まず 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⁵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みことのできる権利（縮減可能な引受権⁶）をも導入している⁷。

(4) 取締役会に対する権限委譲の制限の導入

次いで、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

³ さらに問題を悪化させていたのは、1920 年代においてははまだ無制限に許容されていた複数議決権株式の存在だった（優先株式の一種という扱いであった）。複数議決権株式も、時を同じくして 1930 年代に規制の対象となり、現在では一定の条件のもとで二倍議決権（vote double）が許されるにすぎない。さらに付言すると、そのように一株一議決権の原則が確立されたのが 1930 年以降のことだったため、それ以前における新株引受権の意義は、もっぱら株主の経済的利益の面から説明されることがほとんどであり、その支配的利益の保護に資するという面を指摘していたのはごく限られた論者のみであった。

このほか、会社の発起人など株主以外の人物にまで新株引受権が与えられていることがしばしばあったことも、優先引受権の法定によりこの権利を株主だけの権利とする必要性を生じた事情であった。

⁴ 無制限の権限委譲、不備のある新株引受権、複数議決権株式が複合した当時のもっとも顕著な濫用の事案が、1927 年の Chambery 商事裁判所判決の事案であった（この事案については第一部第二章第一節第二款 1.（4）でとりあげた）。

⁵ その後、1953 年 2 月 25 日の法律による改正で当時の実務を取り入れ、通知または公告の日から引受期間の初日までの間には短くとも中 6 日をあけることを要するものとされた。

⁶ 優先引受権が持株比率に対応する確定した数の株式を引き受ける権利として「縮減不能」(irréductible) な引受権とも呼ばれるのに対応して、事前に数を知ることのできない失権株に対する引受権は、必ずしも申し込んだ数の新株の割当てを受けることができるとはかぎらないため「縮減可能」(réductible) な引受権と呼ばれる。

⁷ 優先引受権の法定までの経緯と、フランス法におけるこの権利の理論的分析については第一部第二章を、その後現行法に至るまでの改正の過程と今日における意義については第二部第二章を参照。

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の理由は失われたか、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った⁸。

(5) 商事会社に関する 1966 年 7 月 24 日の法律以後の法改正の展開

1867 年 7 月 24 日の法律に代わって、商事会社を規律する中心的法律となった 1966 年 7 月 24 日の法律は、新株発行規制については従前の法制を承継した。株主特別総会だけが新株発行を決定する権限を有することを基本原則とし、5 年の期間制限と、既存株主の優先引受権制度が引き続き採用されている。制定時点の 1966 年 7 月 24 日の法律のもとで、優先引受権を維持して行う発行は、まず会社が通知または公告を行い、その日から中 6 日を置いて、最短 30 日間⁹の引受期間をもうけるものとされていた。フランス法における新株発行規制は、この時もっとも株主の利益保護を重視していたものと評価される。以後の改正は、新株発行規制を柔軟化する方向のものである点で一致している。

1966 年 7 月 24 日の法律の後、新株発行規制に加えられた法改正のうち重要なものを概観すると以下のとおりである。

1983 年 1 月 3 日の法律は、優先引受権制度について修正を加え、①株主特別総会決議によらない株主による優先引受権の個人的放棄を認め、②公募のために株主特別総会が新株の割当先を指示することなく優先引受権を除去することを許し、③縮減可能な引受権については任意法規化した。このほか、④投資証書 (certificats d'investissement)、新株予約権付社債といった特殊な証券が制度化されている。また、1983 年法律の適用のための 1983 年 5 月 2 日のデクレでは、会社が優先引受権を除去して公募を行う場合の発行価額について、発行価額決定時に直近の連続 40 取引日のうち、任意の連続 20 取引日以上における株価の加重平均を下回することはできないものとした (「40 中の 20」[20 parmi les 40] ルール)。

1985 年 12 月 14 日の法律は、優先引受権制度については、①会社が設定することを要する引受期間の最短の長さをそれまでの 30 日間から 20 日間へと短縮したほか、②上記の 1983 年 5 月 2 日のデクレが定めた、公募における最低発行価額のルールを法律の中で規定することにした。さらに、③事後的に資本証券に対する権利を与え、または与える可能性のあるあらゆる種類の証券を対象とする「複合有価証券」(valeurs mobilières composées) が導入されている。

優先引受権制度はさらに 1994 年 8 月 8 日の法律によっても柔軟化され、①会社が確保する引受期間の長さは最短 10 取引日で足りることとなった。また、②公募における最低発行価額ルールは、市場監督機関の負担の軽減と、取締役会の裁量を狭める趣旨から、「20 中の 10」ルールへと短縮された。さらに、この改正においては権限委譲のあり方についても変化がみられる。それは、先行する諸改正によって、資本増加を生じさせる可能性のある証券の数が増えすぎたことを背景にするものであった。すなわち、従前の規定のもとでは、株式のほか、転換社債や独立した新株予約権といった証券の種類ごとに、さらに優先引受権の有無

⁸ 1943 年 3 月 4 日の法律以前および以降の権限委譲の法規制について第二部第一章を参照。

⁹ 1935 年 8 月 8 日のデクレ・ロワは 15 日間で足りるものとしていたが、その後の実務が通常 4、5 週間を確保していたことに法律もなったものである。

ごとに¹⁰、株主特別総会による発行決議と、取締役会に対する権限委譲とが存在し、全体を把握することが困難となっていたため、これらを一本化することが目的とされたのである。③そうして導入された包括的権限委譲 (délégation global) のもとでは、株主特別総会は資本増加の上限額のみを定め¹¹、実際にどの種類の証券により資金調達を行うかは取締役会の判断に委ねることが可能となった¹²。そうして従来の権限委譲におけるよりも取締役会の裁量が広がったことと引き換えに、この包括的権限委譲の有効期間は 26 か月を超えることができないものとされた。定時株主総会における 2 年ごとの見直しを求める趣旨の設定である。④最後に、上場会社にかぎって、取締役会から取締役会会長 (2001 年 5 月 15 日の法律による改正後は、執行役員 [directeur général] ¹³) に対する権限の復委譲が許され、発行を実施に移すのに取締役会の招集をも省くことが可能とされた。

それから 10 年後の 2004 年 6 月 24 日のオールドナンスは、今日のフランス株式会社法における新株発行規制にとってもっとも重要な改正をもたらすものであった。優先引受権については、①最短の引受期間が 5 取引日とされた (現行法)。②これと併せて、同オールドナンスの適用のための 2005 年 2 月 10 日のデクレは、株主に対する通知または公告の期限を、従来の引受期間の「初日の 7 日前まで」から引受期間の「末日の 14 日前まで」と修正している¹⁴。③また、厳密には 2003 年 8 月 1 日の法律による成果であるが¹⁵、優先引受権を除去する際の新株の割当先の指定の方式として、株主特別総会は「人の部類」(catégories de personnes) を指示し、具体的な割当先は、発行を実施する段階で取締役会が確定させるという手法を認めた。また、④公募の場合における最低発行価額規制として妥当性を失った 20

¹⁰ これら株式に転じ得る各種の証券についても、原則として既存株主に優先引受権が認められる。2004 年 6 月 24 日のオールドナンス以降そうした証券を包括する概念となった「資本アクセス証券」(valeurs mobilières donnant accès au capital) の優先引受権については、株式の優先引受権に関する L. 225-132 条以下を準用する商法典 L. 228-92 条 2 項を参照。

¹¹ もちろん、株主特別総会は特定の種類の証券については個別に禁止または制限をもうけることも可能である。

¹² 従来からの、証券の種類ごとの権限委譲も引き続き可能であったが、包括的権限委譲とは両立しないものとされた (後者が決議されると、既存の権限委譲はすべて失効した)。

¹³ 2001 年 5 月 15 日の法律による改正以前、会社の代表権および業務執行権は、取締役会会長の地位と一体のものであった。「監督と執行の分離」の観点から、同改正によりこれらの権限を担う機関として執行役員が置かれた (ただし、なおも取締役会会長が執行役員を兼ねることは可能であるし、実際にも珍しくない)。

¹⁴ 第二指令 (現在では 2017 年 6 月 14 日の指令 72 条 3 項最終文) が、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こととしていたのに対応するための変更である。引受期間が最短 5 取引日となったことで、通知または公告をなし、中 6 日の待機後、5 日間の引受期間をもうけるのでは、指令のこの規定に反することになるからである。

¹⁵ 2003 年 8 月 1 日の法律も「人の部類」を割当先として指定することを許容したが、その際に、取締役会に対して発行価額までも決定することを許容する法文となっていた。2004 年 6 月 24 日のオールドナンスがこの逸脱を修正したことで、優先引受権を除去する場合における発行価額は株主特別総会が決定することを要するというフランス法の基本的な考え方が、かえって浮き彫りになったものといえよう。

中の 10 ルールは廃止され¹⁶、代わって「発行価額の決定時に直近の 3 取引時間 (séance) における加重平均から最大 5% の割引を行った額」¹⁷が、公募における最低発行価額として採用された。⑤権限委譲についても、1994 年 8 月 8 日の法律が導入した包括的権限委譲を発展させて「決定権限の委譲」(délégation de compétence) を創設している¹⁸。これも、株主特別総会は資本増加の上限額を定め、発行される証券の種類を選択は取締役会の判断に任せることができるというものであるが、現実には改正の意義は小さいものとどまった¹⁹。決定権限の委譲自体も結局のところ株主特別総会の決議に基づかざるを得ないし、優先引受権の除去も依然として株主特別総会の別個の決議の対象となっているため、改正の名目に反して、従来よりも取締役会のもつことのできる裁量が拡大したわけではなかったからである。⑥このほか、上場会社における取締役会からの権限の復委譲も引き続き許容されることとなった。

その後、2009 年 1 月 22 日のオルドナンスは、フランス法に固有の概念で国外の理解がともなわなかった「資金公募」(appel public à l'épargne) 概念を廃止して、ヨーロッパ共同体指令も採用している「公募」(offre au public) および「私募²⁰」(placement privé) を導入した。後者については目論見書の公告が免除される。

2012 年 3 月 22 日の法律は、新株発行手続きの瑕疵の処理に関する現行の規定を整備し、①株主総会に提出されるべき各種報告書の提出は裁判所による履行命令の対象とされたほか、②当該発行が無効になる違反と、裁判所の裁量で無効とし得る違反を明文で指定し、③発行手続きに瑕疵のある株式は、その瑕疵が治癒されるまでの間、議決権および配当を受ける権利が停止されるものと定めた。

最後に、2014 年 7 月 31 日の法律は、取引所の決済期間が 2 取引日となったことを機に、

¹⁶ このルールでは、株価が継続して低下していく状況では、どの連続 10 日間を参照してもそこでの平均が発行時の時価を下回ることになって、公募は失敗する結果を招く。2000 年代に入ってフランスの株式市場が低迷すると、この問題が現実となったのである。

¹⁷ これは規制市場上場会社の、上場株式と同種の株式の公募の場合の規定であり、それ以外の場合には、会計監査役の報告書に基づいて単に株主特別総会が発行価額を決めるものとされている。

¹⁸ これに対して、従来型の権限委譲は 2004 年 6 月 24 日のオルドナンス以降は「実施権限の委譲」(délégation de pouvoir) と呼ばれる。二つの権限委譲は、本文中で述べている包括性の有無によって区別されるほか、決定権限の委譲は文字通り、取締役会が株主特別総会から委譲されるのは、新株発行を決定する権限それ自体であるという点が異なる(それまでの権限委譲は、1994 年に導入された包括的権限委譲も含め、新株発行自体は株主総会によって決定されており、取締役会は発行条件の細目を確定させたうえでこれを実施しているに過ぎない、という説明であった(「実施権限の委譲」と呼ばれるのはそのためである)。しかしながら、決定権限の委譲を決定できるのはやはり株主特別総会だけなので、取締役会が「決定権限」をもつといっても実体はこれまでと同じである。むしろ、権限委譲の包括性の対価として 26 か月という短い期間制限に服する点では、株主特別総会のコントロールの可能性は増しているといえよう。

¹⁹ 2004 年 6 月 24 日のオルドナンスが株式に転じ得る証券の類型をまとめて「資本アクセス証券」として単一の規制のもとに置いたことも、権限委譲の包括性の重要性を軽減した。

²⁰ 適格投資家または少人数投資者 (150 名以下の者) のみを対象とする募集を指す。

優先引受権が市場において流通する期間と、株主が権利を行使するための期間とを分離し、後者は前者に 2 取引日遅れて開始し、2 取引日遅れて終了するものとした²¹。

2. フランス法に一貫する株主保護の考え方

以上のように、フランス法は定期的に法改正を繰り返し、新株発行規制の柔軟化を進めた。その目的は、とくに 1970 年代以降に会社の資金調達を容易にすることの必要性が高まったので、それを満たすことができるようにするためであった。

そうした資金調達の便宜のための改正の意義についてはさらに後述することとして、ここではフランス株式会社法における新株発行規制と株主利益の保護という観点から、今日までの改正を経ても変化することのなかった要素が何であるかに注目したい。それは何といても、すでに指摘した 2 つの原則、すなわち、①株主特別総会だけが新株発行を決定する権限を有するという原則と、②既存株主は持株比率に応じた新株に対する優先引受権を有するという原則とであり、その核心部分は変わっていない。

そのことを確認するため、新株発行自体の決定権限（1）、割当に関するルール（2）、発行価額に関するルール（3）の 3 つの観点から²²、現行のフランス法の規制を横断的に検証する。

（1）新株発行自体の決定について

フランス法における新株発行規制においては、株主総会（株主特別総会）に決定権限があることが法文の随所において繰り返し確認される。それは、この基本原則を定める商法典 L. 225-129 条 1 項（「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、即時または一定期間後の資本増加を決定する権限を有する」）に端的に表れているほか、新株の割当ての方式の選択についても優先引受権の除去の権限を通じて及んでおり（この権利を除去しなければ株主割当となる。この権利を除去する場合においても、割当先の如何は株主総会が除去の決議を行うに際して開示され、決議の対象となる）、さらに発行価額の決定をも射程に収めている。つまり株主総会が新株発行の決定権限を有しているということには、単に新株発行は株主総会の決議事項であることを L. 225-129 条 1 項が定めているという意味のほかに（狭義の決定権限）、既存株主の利益に影響を及ぼす可能性のあるすべての事項をコントロールする権能が株主総会に帰属するように法制全体が一貫しているという意味でもある（広義の決定権限）。ここではまず、新株発行がどの機関の決議に基づいて行われるかという意味での狭義の決定権限について検討を行う。

もっとも、株主特別総会だけが新株の発行（資本増加）を決定できることは法文から自明である。むしろフランス法における規制の焦点となるのは、取締役会（または執行役会）に対する権限委譲の取扱いであった。実際、新株発行の実施は常に会社の業務の執行を担う機関の関与を必要とする。そうした権限委譲は現行法のもとでは、①新株の発行自体は株主総

²¹ こうすることによって、流通期間の最終日に優先引受権を取得した者は、行使期間の最終日にこの権利を行使できることになる。

²² 新株発行に関する規則を「決定ルール」「割当ルール」「価額ルール」に分類する、吉本健一「日本私法学会シンポジウム資料；新株発行等・新株予約権発行の法規制をめぐる諸問題」商事法務 2041 号（2014 年）6 頁になった。

会が決定したうえで募集事項の決定および実施を取締役に委ねる「実施権限の委譲」と、②株主総会は新株発行の決定権限それ自体を取締役に委ねる「決定権限の委譲」とが許容されている。前者は株式会社の歴史とともに常にあった方式の権限委譲であり、後者は2004年6月24日のオルドナンスにより導入された新しい方式である²³。いずれも株主総会の決議によって行われるもので、かつ有効期間に法律上の上限が定められている（前者では5年、後者については26か月）。また、上場会社にかぎられるが、取締役会から執行役員等に対して権限の復委譲を行うことも認められており（L. 225-129-4条1項）、その場合新株発行を実施するのに取締役会の招集も省くこともできる。

そのように、権限委譲は、取締役会の報告書に基づく株主特別総会の決議に依拠しており、かつ、法律が期間制限をもうけているのであるが、取締役会に対して与えられた有効な権限委譲の中であれば、そのいずれに基づいて発行を実施に移すかは取締役会に選択権がある。実際にも、上場会社の取締役会は、優先引受権を維持した原則通りの発行の権限委譲、公募のための権限委譲その他各種の発行を許す多数の権限委譲を株主総会から預かっているということが常態化している²⁴。そうすると、株主特別総会の新株発行の決定権限の名目化が懸念されるところであるが、実際にはEuronext上場会社であっても原則通り優先引受権を維持した発行を選択するケースの方が多い²⁵。権限委譲が株主総会によって見直される機会が定期的に確保されているため（26か月という期間制限からも分かるように「決定権限の委譲」においては2年ごとの更新が予定されている）、取締役らとしても株主の意に反する選択はしがたいであろう²⁶。また、後述する優先引受権および発行価額の規制は、権限委譲によっても取締役会が割当先や発行価額を自由にはできないよう制限を加える機能を有している。さらに、株主および市場監督機関（現在はAMF）は優先引受権を強く支持している背景が存在している。そのように、権限委譲の常態化にもかかわらず、制度の趣旨を理解した各関係者の振舞いによって、株主総会の新株発行の決定権限は形骸化を免れているものといえよう。

（2）新株の割当先の決定について

フランス法は、株式の内容の一つとして優先引受権を定めるとともに、金銭出資による資本増加の際に持株比率に応じて新株を引き受ける権利を株主が有するものと両面的に規定

²³ 「決定権限の委譲」は従来の「実施権限の委譲」よりも広範な権限委譲を可能にしようと導入されたもので、新株発行の決定権限が取締役に帰属する場合を認めた点で理論的には画期的であったが、実際には両者によって可能な権限委譲の範囲に有意な違いがあるとは考えられていない。従来の実施権限の委譲でも取締役会に大きな裁量を与えることは可能だったし、新たな決定権限の委譲によったところで株主の優先引受権の規制や発行価額の規制（これらも株主総会のコントロールの対象である）に取締役会が拘束されなくなるわけでもないからである。むしろ「広範さ」と引き換えに26か月という短い有効期間の上限が課されたことによって、株主総会の意思がより頻繁に反映されるようになるものと思われる（第二部第一章第二節第二款（4）を参照）。

²⁴ 第二部第一章「本章のはじめに」（2）に掲げた資料を参照。

²⁵ 第二部第二章第一節第一款1. に掲げた資料を参照。

²⁶ フランスの上場会社の株主総会において否決された議案には資本増加に関するものが多いということについて、第二部第二章注85を参照。

している（L. 225-132 条 1 項および 2 項）。したがって、フランス法のもとでは株主割当が原則となる（優先引受権を維持する発行）²⁷。この原則通り優先引受権を維持した発行においては、株主が自身の権利を行使するかぎり自らが会社に対して有する権利（議決権、金銭的権利）を希薄化することなく維持することができる。また、優先引受権は株式自体と同じ条件で譲渡できることから（L. 225-132 条 3 項；権利の譲渡が認められる点は日本法の株主割当てとは異なり、むしろライツオファリングに類似している）、追加の出資を望まない株主も自己の優先引受権を市場で売却することにより新株発行にともなう経済的な損失を回避することが可能である。この権利を最初に法定した 1935 年 8 月 8 日のデクレ・ロワが「取締役会の権限濫用に対処するため」と宣言していたように、優先引受権が存在することを原則とすることには株主の利益を保護する意義が認められる。そうでなくとも、この権利が「公正」であることに異論はないだろう。フランス法の学説もこの公正さを評価し、今日において優先引受権を支持すべき理由としている²⁸。

会社が公募または第三者割当を行おうとするときは、株主特別総会の決議によって当該発行につき優先引受権を除去する必要がある（優先引受権を除去する発行）²⁹。優先引受権を除去するこの決議は新株発行自体の決議とは別個の決議であり、そこでは取締役会および会計監査役に報告書の提出が求められる（L. 225-135 条以下）。除去の決議は新株の割当先を示して（第三者割当の場合）、または、公募もしくは私募³⁰である旨を示して行われるため、株主総会は割当の方式をコントロールすることができるようになっている。優先引受権が存在することが原則とされていることで、その除去という株主総会が関与する契機が生じているのである。

なお、新株の割当先の表示には、①1935 年 8 月 8 日のデクレ・ロワ以来の名指しによる方式と、②2003 年 8 月 1 日の法律が最初に導入した「特定の資質に対応する人の部類」を指示する方式とがある（L. 225-138 条 I 第 1 項）。後者による場合には具体的な割当先は発行を実施に移す段階で取締役会が決定することになり、たとえば「機関投資家」を人の部類として指示する場合には、取締役会の裁量の幅は広い。その反面、名指しによる指示も含め L. 225-138 条により優先引受権を除去して行う発行には、最長 18 か月というとくに短い期間制限の特則が置かれている（L. 225-138 条 III）。

²⁷ 第二部第二章第一節。

²⁸ 第一部第二章第二節第三款を参照。むしろ、株主の経済的利益や支配的利益といった根拠は、当然に優先引受権を導くものではないとの結論が下されている。新株発行が株主全員の同意を要するものでなくなった時点で、会社内部で株主の権利が変動することはやむを得ない。本文中でさらに述べるように優先引受権の除去は株主特別総会の決議によって可能とされているが（反対株主の優先引受権も除去される）、さもないと外部からの出資の受入れについて株主全員の同意を再度要求するのと同じ結果となることを回避するための妥協の産物であった（第二部第二章第二節第一款 2.）。

²⁹ 第二部第二章第二節。

³⁰ 「私募」は講学上の呼称であり、法文上は「通貨金融法典 L. 411-2 条 II の定める募集」をいう。私募は、目論見書の公告義務を免れる点で公募とは取扱いが異なる。商法典においては、割当先をあらかじめ指定しない（募集の性質上なしえない）優先引受権除去の方式として同一の規制のもとに置かれる。ただし、私募による資本増加は年ごとに会社資本の 20% を超えることはできない（L. 225-136 条 3^o）。

(3) 発行価額の決定について

優先引受権を維持した発行においては、発行価額の如何は基本的に株主の利益に影響を及ぼさない。それゆえ商法典は規制をもうけていないのだが、新株発行自体の決定権限を有する株主総会が発行価額を決定できるのは当然である。なお、会社の株式の適正な価格をはるかに上回る発行価額が設定されるような場合には、資金のない株主に引受けを事実上断念させる目的であるものとしてフロードまたは多数決の濫用の法理に基づき発行が無効とされることがある³¹。

これに対し、優先引受権を除去した発行においては発行価額に規制が必要である。フランス法は新株の割当ての方式によって対応を変え、第三者割当型すなわち L. 225-138 条による除去の場合には端的に「発行価額またはその算定の条件は、取締役会または執行役会の報告書および会計監査役の特別報告書に基づいて株主特別総会が決定する」と規定する (L. 225-138 条 II)。発行価額の決定を取締役に委ねることはできないとする趣旨である。

他方、公募または私募すなわち L. 225-136 条による除去においては、規制市場上場会社 (Euronext 上場会社) による上場株式と同種の株式の発行における発行価額に法律上の下限がもうけられている。すなわち、「発行価額はその決定に先行する 3 取引時間における株価の加重平均に最大 5% の割引を行った額を下回することはできない」 (L. 225-136 条 1° 第 1 項を受けた R. 225-119 条)。株主総会が発行価額について決定する旨はここでは規定されておらず、市場価格を参照した最低発行価額規制が前面に出ている。もっとも、この下限に抵触しない範囲で株主総会が判断を下すことは違法ではない。ただし、「一年につき会社資本の 10% を限度として、株主特別総会は、取締役会または執行役会の報告書および会計監査役の特別報告書に基づいて自らが定める方式にしたがい発行価額を決定することを、取締役会または執行役会に対して許可することができる」 (L. 225-136 条 1° 第 2 項) ものとされ、市場価格にかかわらず、しかしながらやはり株主総会によるコントロールのもと、発行価額を決定する可能性がもうけられている³²。

非上場会社もしくは規制市場でない市場に上場している会社による募集または規制市場上場会社の上場株式とは異なる種類の株式の募集については、参照できる市場価格が存在しないか信頼に足らないため、やはり株主総会が発行価額またはその算定の条件を決定する (L. 225-136 条 2°)。

このように、発行価額については優先引受権の除去と関連付けられ、フランス法の規定は除去の決議に際して株主総会にこれをコントロールする機会を確保しようとするものといえるだろう。

(4) 既存株主の利益という観点からの分析

そのように、フランス株式会社法における新株発行規制は、株主総会による最終的なコントロールの可能性をその核心としている。ここで、さらに上記の法制の全体像を前提に、視

³¹ 第二部第二章第一節第一款 3. を参照。

³² 公募の場面における市場価格に基づいた最低発行価額規制の展開については第二部第二章第二節第三款 4. を参照。

点を変えて株主の立場からも検討を行う。問題となるのは支配的利益と (A)、経済的利益とである (B)。

(A) 支配的利益

先にもみたように、既存株主は新株に対する優先引受権を有することが原則とされており、この権利を行使するときは、既存株主が会社において占める従前の持株比率は発行後においても維持される。この権利は株主特別総会の決議により除去することが可能であるが、ここではこの除去の決議がないかぎり優先引受権が保障されるものであるということ、とりわけ総議決権の 3 分の 1 超を有する株主はこの決議の成立を阻止することができることが注目される。したがって、優先引受権を除去した発行の場合においてすらフランス法において支配的利益の手続的な保障が図られていると評価できる。

(B) 経済的利益

株主の経済的利益についても、まずこれを確保する仕組みとして現れるのは優先引受権である。優先引受権 (株主割当て) の利点は希薄化を回避することであって、そこでは支配的利益と経済的利益の利益の区別はないからである。したがって優先引受権が維持される場合には株主の経済的利益も保護されるし (株主が自身の優先引受権を行使する場合はもちろん、株主は優先引受権を売却しても経済的利益を守ることができる)、優先引受権の除去自体も株主特別総会の権限であり、そこにコントロールの可能性が用意されている。

優先引受権が除去された発行においても、発行価額またはその算定方法は株主特別総会が決定するものとされている。その例外となるのは規制市場上場会社が行う、上場株式と同種の株式の公募または私募の場合であるが、その場合の発行価額は「その決定に先行する 3 取引時間における株価の加重平均に最大 5% の割引を行った額を下回ることはできない」という最低額を定めるものであって、むしろ経済的利益の希薄化の危険を抑制しようとする規則である。

こうしてみると、既存株主の利益という観点からみたときに指摘できる点は、先の段で述べた 3 つのルールからの分析において指摘した点と重なるところが多い。これはフランス法の新株発行規制が、むしろ既存株主の利益の確保を主軸において設計されていることを再確認させる。

3. フランス法における会社の資金調達の便宜の追求およびその成果

そのように、フランス法は既存株主の利益に対する配慮を一貫して示しているのであるが、そうした規制が会社の行う新株発行の障害となっていないかを検討しなければならない。適用される条文に応じて発行のスケジュールは変化するため、以下では新株の割当ての方式ごとに検討を行う。そこでは、①発行の決定過程における便宜として、定時総会における株主総会からの権限委譲を利用することができるかという点と、②実際の所要時間の長さという点に着目する。

(1) 優先引受権を維持する発行（株主割当）

優先引受権を維持するのが（株主割当）、フランス法における原則的な割当の方式である。

この場合、定時株主総会の場合を利用して、株主特別総会からこの割当て方式による発行の権限委譲をあらかじめ受けておくことが可能である。取締役会はこの権限委譲に基づいて、事業年度の途中、時機をみて発行を実施に移すことを自ら決定することができる。上場会社において復委譲を利用する場合には、実施の決定を行うのは執行役員（取締役会設置会社の場合）となる。権限委譲の有効期間には5年（「実施権限の委譲」の場合）または26か月（「決定権限の委譲」の場合）の制限がある。株主特別総会が何らかの制約を権限委譲に付した場合には取締役会がその制約に服することは当然であるが、株主特別総会が自ら定めることを必要とするのは資本増加の上限額のみであり（優先引受権が維持される場合には発行価額の如何も問題とならない）、そのほかの募集事項の決定は取締役会の裁量に委ねることが可能である。つまり、発行を実施に移す決定過程において会社の資金調達への妨げとなるような事情は存在しないといえる。権限委譲に有効期間があることから、権限委譲を絶えることなく保持しようとする取締役会は定期的に株主特別総会に対して報告書を提出して授權の決議を獲得するよう努めることになるが、それを障害ということとはできないだろう。

優先引受権を維持した発行のスケジュールについて、商法典は株主が自身の優先引受権を行使または取引する期間（引受期間）を最短でも5取引日確保すること（L. 225-141条）、および、この引受期間の初日より前、かつ末日の遅くとも14日前までに会社が通知または公告³³を行うことを指示している（L. 225-142条およびR. 225-120条）。その以前にはAMFに対する目論見書に対する査証（visa）の給付の申請手続きが、以後には引受けおよび払込みの確認手続きが行われる。規制市場上場会社が発行を行う場合においては、取締役会の決定から発行の完了まで4週間前後を要するのが通常である。株主に優先引受権を行使する機会を与えるための規則がこの場合の所要時間を長いものにする要因となっており、それがフランス法の難点として指摘されることもある³⁴。

表は、標準的なスケジュール（実施の決定日から4週間程度で完了する）で実施された新株発行の例である³⁵。

表：2017年3月に実施されたÉlectricité de France社による新株発行のスケジュール

日時	出来事
2017年3月3日（金）	株主総会からの権限委譲を前提に、取締役会において

³³ 当該発行が通貨金融法典の定める「金融証券の公募」に該当し会社が目論見書を公告する場合には、それが商法典の定める公告に代わる（R. 225-120条5項）。

³⁴ こうした批判から生じた実務が「優先期間」であり、それは、公募の形式を利用しつつ（優先引受権は除去されており公告の手続きを省くことができる）、既存株主が優先的に引受けを申込みことのできる期間を会社が任意に設定する（株主には希薄化を免れる機会が与えられる。ただし法定の優先引受権とは異なり、優先的に引受けを申し込む地位は譲渡できない）というものである（第二部第二章第一節第三款を参照）。

³⁵ 法律の枠内で最短のスケジュールを迫及した（もっとも手続きの遅延で現実にはその通りにはならなかったが）例として、MEDASYS社の例を第二部第二章第一節第二款1.

(2) に掲げている。

	優先引受権を維持する新株の発行を決定し、その細目の決定を含め取締役会会長執行役員 (PDG) に対し復委譲を決議
3月6日 (月)	PDG が権限の復委譲に基づき本発行の実施を決定
3月6日 (月)	目論見書に AMF の査証を得る
3月8日 (水)	優先引受権の流通期間の初日
3月10日 (金)	優先引受権の行使期間の初日
3月17日 (金)	優先引受権の流通期間の末日
3月21日 (火)	優先引受権の行使期間の末日
3月28日 (火)	発行会社による増資成功のプレスリリース。
3月30日 (木)	新株の発行、口座への記録、Euronext Paris への上場

Prospectus, visa no 17-085 du 6 mars 2017 および Électricité de France 社の 2017 年 3 月 28 日付プレスリリース³⁶より作成。

備考：発行予定株式数 632741004 株のうち、624253641 株 (98.7%) が、優先引受権の行使の結果引き受けられた。残部についても、縮減可能な引受けを申し込んだ者の間で割り当てられた。

(2) 第三者割当

ここに第三者割当と呼ぶのは、優先引受権を除去する決議を行う株主特別総会が新株の割当て先について何らかの指定を行う場合である (L. 225-138 条)。その指定の方式としては、株主特別総会が割当先 (フランス法は除去の受益者と呼ぶ) を名指しするものと、株主総会は割当先となる「人の部類」を指示するにとどまり、具体的な割当先の確定は取締役会に委ねるものがある。

(A) 割当先を名指しする場合

この場合には、定時総会において事前に権限委譲の決議を得ておくことができないのが難点となる。特定の人物を割当先とする場合には、その者と会社との間で出資に関する交渉がまとまっていなければならないが、その後でなければ当該人物を受益者とする優先引受権の除去の決議を株主特別総会に諮ることはできないからである。したがって、臨時株主総会の招集を要するという点で決定過程が円滑であるとはいいがたい。

臨時株主総会の招集を要することが、費用の問題のみならず新株発行のスケジュールにも影響を与える。なぜなら、規制市場上場会社に関して、会社は株主総会の開催日の 35 日前までに開催通知 (avis de réunion) を公告することを要するからである (R. 225-73 条)。実務では、引受人を名指しする株主特別総会の決議を得る以外の手続きはあらかじめ完遂しておき、株主総会決議の後数日以内に発行が効力を生じるようなスケジュールが採用されることが多い (下に掲げる表のほか、第二部第二章第一節第一款 1. に掲げた資料を参照)。このように割当先を名指しする第三者割当では所要時間においても難があるが、ただ、そう

³⁶ https://www.edf.fr/sites/default/files/contrib/groupe-edf/espaces-dedies/espace-medias/cp/2017/20170328-ak-resultats_fr.pdf [2018 年 12 月 24 日アクセス]

した特定の割当先への発行が必要な場合は（機関投資家に対する私募であれば、後述する（B）の方法が使えるため引受人を名指しする必要はない）、合併その他の組織再編と同じく、機動性という観点を重視すべきものではない場面と思われる。

表：2017年9月に実施された Le Tanneur 社の新株発行のスケジュール

日時	出来事
2017年6月23日（金）	発行会社による、Tolomei を引受人とする第三者割当の計画に関するプレスリリース
8月2日（水）	発行会社が Tolomei との合意文書に署名した旨のプレスリリース
8月21日（月）	BALO du 21-08-2017(parution no 100)に9月27日株主総会の開催通知を掲載
9月18日（月）	目論見書に AMF の査証を得る
9月27日（水）	本第三者割当に関する決議を目的とする株主総会の開催。
9月29日（金）	払込金の受領および新株の発行。会社による本発行の完了のプレスリリース

Prospectus, visa no 17-491 du 18 septembre 2017 および Le Tanneur 社の9月29日付プレスリリース³⁷より作成。

備考：会社の財務の立て直しを目的とした、単独の引受人（Tolomei）に対する倍額増資（発行後の引受人の議決権比率は50.2%）の事案。9月27日の株主総会では、Tolomei が提案した新たな取締役5名の選任も決議されている。議決権比率が30%を超えたため、本発行の後、Tolomei による義務的公開買付が行われている。

（B）「人の部類」を指定する場合

こちらの場合には、株主総会は定時総会の時点で新株の割当先となりうる者として「人の部類」を指定して優先引受権を除去しておき、具体的な割当先は発行を実施する段階において取締役会が定めることになる。ここで人の部類を「〔一定の〕機関投資家」などとしておけば、私募といった目的はこの方式の除去を通じて達成できることとなる。

引受人となる者を名指しする第三者割当の場合と異なり、定時総会の場における権限委譲を活用できることから、決定過程の柔軟性は十分であるし、発行の所要時間も短い。優先引受権は除去されているため、前もって AMF の査証を得た目論見書の公告は別として、この権利の存在を株主に報せるための通知または公告を要しないことが（R. 225-121 条は、

³⁷ https://www.worldreginfo.com/wdoc.aspx?file=Le_Tanneur_et_CIE/2/6E84912B-792E-49FB-8C7B-1F1133CA9107/375726_ltc_communicu_closing_franais_27.09.2017.pdf [2018年12月24日アクセス]

優先引受権が除去される場合に通知・公告の手続きを定める R. 225-120 条が適用されないと規定している) 優先引受権を維持する発行よりも所要時間が短縮される理由である。

表：2017年7月に実施された Cellnovo 社の新株発行のスケジュール

日時	出来事
2017年7月6日(木)	権限委譲に基づき、取締役会が本発行を決定
7月6日(木)(パリ市場閉場後)	発行会社による、募集開始のプレスリリース
7月7日(金)(パリ市場開場前)	募集の終了および成功のプレスリリース 目論見書に AMF の査証を得る
7月12日(水)	新株の発行および Euronext Paris における新株の流通の承認

Prospectus, visa no 17-342 du 7 juillet 2017 および同社の7月7日付プレスリリースにより作成³⁸。

備考：株主総会が新株の割当先として指定していた人の部類は、「フランスまたは外国の会社または投資ファンドであって、生活科学および衛生技術の分野を主要な対象として投資を行っているか、または計画中の資本増加に先行する24か月の間に同分野に対して500万ユーロ超の投資を行ったもの」ならびに「フランスまたは外国に籍を置いている発行会社の戦略上または財務上のパートナーであって、一または複数のパートナー契約（開発、共同開発、流通、製造など）を発行会社（またはその子会社）と締結したか、または締結しようとしているもの、および、[中略] それらのパートナーが支配している会社」であった。

(3) 公募または私募

この場合にも定時総会においてあらかじめ権限委譲を獲得しておくことを妨げる事情はなく、実施の時機は取締役会が判断することができることから決定過程の円滑さは十分である。

株主に対する通知または公告を要しないことから発行の所要時間も短く、取締役会が新株発行を決議した日から10日程度で手続きを完了させることができるようになっている。

表：2017年5月に実施された Suez 社の新株発行のスケジュール

日時	出来事
2017年5月10日(水)	権限委譲に基づき取締役会が、株主のための優先期間付き公募の大枠を定めるとともに執行役員に対してこれを実施する権限を復委譲
5月16日(火)	権限の復委譲に基づき執行役員が本公募の実施を決定

38

<https://forbion.com/server/multimediaserve/710/20170707%20Cellnovo%20PR%20capital%20raise%20result.pdf> [最終アクセス 2018年12月24日]

	目論見書に AMF の査証を得る
5 月 17 日 (水)	目論見書提供のプレスリリース 公募開始 株主が引受けを申し込む優先期間の開始
5 月 19 日 (金) 17 時	公募終了 (インターネット経由の応募は 20 時終了) 優先期間終了
5 月 22 日 (月)	会社による新株発行の結果に関するプレスリリース
5 月 24 日 (水)	新株の発行

Prospectus, visa no 17-200 du 16 mai 2017 および Suez 社の 5 月 22 日付プレスリリース³⁹より作成。

備考：株主に持株比率に応じた申し込みを認める優先期間付き（公衆への募集期間と並行）公募の例。

（４）検討

以上をまとめれば、新株発行手続きの円滑さまたはスケジュールに影響を及ぼす要素として注目する必要があるのは、①優先引受権が維持されるか否かと、②定時総会における権限委譲を活用できるか否かという点である。

前者について、優先引受権が維持される場合には、株主にこの権利の行使の機会を確保するための手続きを履践するため、発行の所要時間はこの権利が除去される場合に比べて長くなる（権限委譲を前提にした取締役会の決議日から 4 週間ほど）。

後者について、定時総会における権限委譲によることが困難であるのは、臨時株主総会を招集して新株の割当先を名指しして優先引受権を除去する決議を行うことが必要となる第三者割当の場合であった。ここでは、発行のための手続きよりも、割当先との交渉がまとまった後に臨時株主総会を開催するのに必要な時間（規制市場上場会社では、開催日の 35 日前までに開催通知の公告を要する）の方がむしろネックとなる。

上記のいずれにも該当しない発行の類型、すなわち公募・私募および、割当先を「人の部類」によって指定する方式の第三者割当では、権限委譲を前提にした取締役会の決議日から 1 週間で発行が完了する。

1 週間で完了する類型の発行が、機動性の面において会社にとって魅力的なものであることは異論がないと思われる。他方で、優先引受権を維持した発行がなおもフランスの上場会社の主要な発行の形態であり続けていることは、段階的な改正を経て短縮された発行スケジュールが、会社にとって過大な負担を課すものではないということ（さらに、取締役会が既存株主の利益を少なくとも無視することはできないこと）を間接的に示す事実である。

最後に、臨時株主総会の招集を要する名指しされた引受人への第三者割当は、件数も少なく、会社はこの方式の発行を選択しづらい状況にある可能性がある。もっとも、そうした発

³⁹ https://www.worldreginfo.com/wdoc.aspx?file=SUEZ/2/48C17810-764E-4589-A866-D49F0BB1A7BE/368717_cpresultatsaugmentationcapitalsuez2017.pdf [最終アクセス 2018 年 12 月 24 日]

行を実施しているのは財務の悪化した会社であるという明らかな傾向があるほか、単に機関投資家からの出資を求めるのであれば、割当先を「人の部類」によって指定する方式の第三者割当（権限委譲を前提に決議日から1週間で完了する）を利用できるから、引受人を名指しする第三者割当の所要時間が長いことの問題はそれほど大きくないと思われる。

結論として、フランス株式会社法は、会社の資金調達の便宜あるいは機動性についても、十分な水準を達成しているものといえるだろう。

4. 株主利益の保護を優先させる新株発行規制の公正性

（1）フランス法における新株発行規制の構造

以上のように、フランス法においても、新株発行規制において①既存株主の利益の保護と、②会社の資金調達の便宜とのいずれもが考慮されている。しかしながら、両者の関係は、まず前者を確保し、その範囲内において後者の目的が追求されるという構造となっている点がフランス法の特徴であり、反対の優先順位を採用している日本の会社法（公開会社について）と比較した場合の決定的な差異である。

新株発行により影響を受けるのは株主である以上、株主が新株発行の決定権をもつこと、そして株主が会社に対して有する権利が保護されることが公正であること自体に異論の余地はない。日本法においても、有利発行規制、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）がそれぞれ指向しているのはこの理である。さらに、ソフトローであるが、平成21年に東証上場規程において大規模な第三者割当について規律が置かれたこともこの一環といえるだろう。他方でフランス法は、新株発行は常に株主特別総会決議に基づくものとし、かつ、既存株主に新株に対する優先引受権を与えることとして、この理を徹底する法制をとった。株主利益の保護という観点においてこれに勝る選択のないことは、何度強調しても良いであろう。

しかし、会社（とくに上場会社）の資金調達の便宜という観点からは、フランス法のような制度設計は柔軟性を欠くということになるのであろうか。むしろ原則として取締役会かぎり新株発行を決定できるとしておくことが、株式会社においては（少なくとも公開会社では）合理的なのであろうか。

実際には、株主利益の確保を優先することと、会社の資金調達の便宜を図ることとは、かならずしも矛盾する事柄ではない。株主の優先引受権を維持した発行は、今日でもフランスの上場会社の新株発行において、件数の面でも半数を占め、調達金額ではこの権利を除去した発行を大きく上回る。この方式の発行が機能する背景には、優先引受権の約99%は株主により、または株主からこの権利を譲り受けた者によって行使される⁴⁰という実態も存在す

⁴⁰ さらに残部の失権株も、縮減可能な引受権の行使によって消化される。1983年の改正により任意法規化されたこの権利がなお、優先引受権を維持した発行にはほとんど常に設定されることも注目し得る。これに対し、日本におけるライツオフリングの状況につき、鈴木健嗣『日本のエクイティ・ファイナンス』（中央経済社・2017年）201頁以下、とくに権利が行使される割合について216頁以下を参照。

る。これはフランス企業の株主による、優先引受権という権利への習熟の表れである。また、新株発行の決定過程についてみても、実際に時機の判断を行っているのはフランスにおいてもやはり取締役会なのである。株主総会による新株発行の決定の判断は定時総会の場を利用して下されるが、事実上常に取り締役会に対する権限委譲が行われる。優先引受権を維持した発行から公募その他の優先引受権を除去した発行まで各種の権限委譲を預かった取締役会は、その中から適切なものを選んで使用し、発行を実施する裁量をもっている。このような実像は「授權資本制度」に類似していることも否定できないであろう。少なくとも株主総会から取締役会に対する権限委譲自体は明示的に行われている。

(2) フランス法は日本法といかなる点において異なるか

そうすると、フランス法における新株発行規制は日本法のそれと何において異なるのが問われるであろう。まず、「授權」の方式について制度上明らかな差異として、フランス法は権限委譲の有効期間に法律上の上限が設定されており（権限委譲の方式に応じて5年または26か月）、定期的に株主総会の判断の機会が巡ってくる点を指摘できる⁴¹。日本法においては定款に定められた発行可能株式総数の定め、法律上有効期間の制限はないからである。発行可能株式総数の定めを変更することによる希薄化への備えは、株主がこれを主導することは困難であることから現実的ではない⁴²。そうすると、2年ないし5年ごとに取締役会が株主総会に「お伺い」を立てることを余儀なくさせる法制の設計には株主利益の保護の観点から理由がある⁴³。

また、各種の権限委譲の中から任意に選ぶことができるにもかかわらず、フランスの会社が優先引受権を維持した発行を選んで行うことが多いということも、株主割当がほぼ皆無である日本法とは異なる点である。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し、上述したように、株主または株主からの譲受人がこの権利を高い割合で行使し、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ので、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。優先引受権という制度の存在を前提に生じた行動様式が、再帰的に優先引受権というものの重要性を高めるといえる（そしてさらにこの権利を支持する行動を強化する）循環がある。

最後に、新株発行規制の構造の違いをここでも改めて強調すべきであろう。株主利益の保護の方を優先するフランス法の新株発行規制は、工学の概念を借りて言い換えれば、フールプルーフ foolproof（株主総会の関与なく新株発行が行われることはない）、フェイルセーフ

⁴¹ ここでは取締役会は報告書を提出し、新株発行を許可する議案についての説明義務を果たすことになる。

⁴² 単独で定款変更を主導できるほどの大株主なら新株発行もコントロールできるからそもそも問題にならないであろうし、そうでない株主には発言力が足りない。また後者については合理的無関心もネックとなるだろう。

⁴³ ここで、株主総会が適切に判断を下すことができるよう、取締役会または会計監査役には事前（株主総会の決議字）および事後（権限委譲の使用時）の報告書の作成、提出義務が課されている。

fail-safe（原則通りの発行は株主利益を保護するものとなっている）、および、多重防護 defense in depth（反対株主も優先引受権を行使または譲渡することにより自己の利益を守ることができること、優先引受権の除去が新株発行自体の決定とは別個の厳格な手続きの対象となっていること）という、安全を確保する設計思想にも沿ったものである。株主の利益を法的保護に値するものと肯定するならば、このような考え方を採用するのはまったく理に適っている。

これに対して、取締役会によって新株発行を決定することを原則にする日本法の構造は、こうした思想に沿うものではない。法律が定める一定の場合にのみ、株主による差止めまたは株主総会の関与を可能とする日本法は、スイッチオーバーswitchover またはフェイルオーバーfailover の考え方⁴⁴をとるものである。その短所は、原則を切り替える判断に失敗するおそれのある点（不公正発行の差止めの可否の判断は正しく行われるか）、原則を切り替えるべき場面を網羅できるとはかぎらない点（平成 26 年改正で会社法 206 条の 2 が導入されたことは、それ以前には同条が想定していた場面は漏れていたことを意味している）である。言い換えると、本来は取締役会のみで決定させるべきではない発行が、日本法のもとでは実行されてしまうおそれが常に残るのである。このことが、たとえば不公正発行の差止めが微妙な判断の結果認容されなかった事案が現れるたびに、我々に躊躇を覚えさせるのであろう。

株主総会の事前の関与を常に保障するフランス法のもとでは、多数決の濫用の場合は別段、発行の正統性とその実施段階で争われることはない⁴⁵。この法設計—株主総会による新株発行の事前のコントロールの保障—に由来する安定感と公正さはフランス法における新株発行規制の特徴であり、正義に適うものとして首肯できるものである。そのような構造を採用せず、場面ごとに取締役会だけで新株発行を決定できるという原則を切り替えようとする日本法にとっては、それらの場面を遺漏なく網羅できているかについて議論を続けていくほかはない。具体的に問題となるのは、まず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（普通決議で足りるのかも問題となるだろう）を要するものとすることや、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ないかを問う必要があるだろう。

⁴⁴ 前者は切り替えをマニュアルで、後者は自動で行うものである。たとえば不公正発行は株主による差止めの仮処分の申立てに基づいて裁判所が「切替え」を決定することで止まる点を捉えて前者に該当するということができる。これに対して、有利発行は法律の規定上当然に取締役会から株主総会決議への「切替え」が予定されている後者にあたるといえる。

⁴⁵ 管見のかぎり、新株発行の差止めはフランス会社法においては議論の対象とはなっていない。

参考文献（項目別出版年順）

（1）フランス語文献

体系書・研究書

Hector FELICIUS, *Tractatus de societate*, apud W. Richterum, 1606.

Jean DOMAT, *Les loix civiles dans leur ordre naturel*, 2^e éd., Coignard, 1695.

Robert Joseph POTHIER, *Traité des contrats maritimes, société et cheptels*, Chez les Freres Debure, 1774.

François MALEPEYRE et Charles JOURDAIN, *Traité des sociétés commerciales*, Mansut fils, 1833.

Jean-Marie PARDESSUS, *Cours de droit commercial*, 5^e éd., t. 4, Nève, 1841.

Raymond-Theodore TROPLONG, *Du contrat de société civile et commerciale: ou commentaire du titre IX du livre III du code civil*, C. Hingray, 1843.

Claude Alphonse DELANGLE, *Des sociétés commerciales, Commentaire sur les sociétés commerciales*, Joubert, 1843.

Joseph Victor MOLINIER, *Traité de droit commercial, ou Explication méthodique des dispositions du code du commerce*, Joubert, 1846.

Jassuda BÉDARRIDE, *Droit commercial. Commentaire du code de commerce*, Durand, 1857

Désiré et Armand DALLOZ, *Jurisprudence générale du royaume : répertoire méthodique et alphabétique de législation de doctrine et de jurisprudence en matière de droit civil, commercial, criminel, administratif, de droit des gens et de droit public*, nouv. éd., 1859, t. 40, v^o société.

J. ALAUZET, *Commentaire du Code de commerce et de la législation commerciale*, 2^e éd., Cosse Marchal et Cie, 1868.

Auguste MATHIEU et Auguste BOURGUIGNAT, *Commentaire de la loi sur les sociétés du 24-29 Juillet 1867*, Cosse, Marchal et Cie, 1868.

Hippolyte Féréol RIVIÈRE, *Commentaire de la loi du 24 juillet 1867 sur les sociétés, suivi d'un appendice contenant les documents législatifs*, A. Marescq Ainé, 1868.

Jassuda BÉDARRIDE, *Commentaire de la Loi du 24 Juillet 1867 sur les Sociétés En Commandite par Actions, Anonymes et Coopératives*, Durand et Pedone Lauriel, Achille Makaïre, 1871.

Alphonse COURTOIS, *Histoire de la Banque de France et des principales institutions françaises de crédit depuis 1716*, Librairie de Guillaumin éditeur, 1875.

Auguste VAVASSEUR, *Traité des sociétés civiles et commerciales*, 2^e éd., Marchal Billiard et Cie, 1878.

Charles LYON-CAEN et Louis RENAULT, *Précis de droit commercial : comprenant le commentaire du Code de commerce*, F. Pichon, 1884.

Paul PONT, *Traité des sociétés civiles et commerciales*, 2^e éd., Delamotte fils et Cie, 1884

Charles HOUPIN, *Traité théorique et pratique des sociétés par actions françaises et*

étrangères et des sociétés d'assurances, Administration du Journal des notaires et des avocats, 1889.

Auguste LAURIN, *Cours élémentaire de droit commercial*, 3^e éd., L. Larose et Forcel, 1890

Charles LYON-CAEN et Louis RENAULT, *Traité de droit commercial*, 2^e éd., Librairie Cotillon, 1892.

Léopold GOIRAND, *Traité des sociétés par actions*, Gazette du Palais, 1896-1901.

C. CLÉMENT, *Des pouvoirs des assemblées générales d'actionnaires dans les sociétés anonymes relativement aux modifications du pacte social*, Le Bigot frères, 1897.

Edmond Eugène THALLER, *Traité élémentaire de droit commercial*, A. Rousseau, 1898.

Charles HOUPIN, *Traité théorique et pratique des sociétés par actions françaises et étrangères et des sociétés d'assurances*, 3^e éd., Administration du Journal des notaires et des avocats, 1899.

Étienne FLOUCAUD-PÉNARDILLE, *Les sociétés par actions*, A. Rousseau, 1899.

Charles LYON-CAEN et Louis RENAULT, *Traité de droit commercial*, 3^e éd, F. Pichon, 1900.

DU FRESNAY, *Des pouvoirs des assemblées générales d'actionnaires en matière de modifications de statuts*, A. Chevalier-Marescq et Cie, 1902.

Gabriel BOURCART, *De l'organisation et des pouvoirs des assemblées générales dans les sociétés par actions notamment au point de vue des modifications à apporter aux statuts*, Librairie générale de droit et jurisprudence, 1905.

LYON-CAEN et RENAULT, *Traité de droit commercial*, 4^e éd., Librairie générale de droit et de jurisprudence, 1909.

Edmond Eugène THALLER, *Traité élémentaire de droit commercial*, 4^e éd., A. Rousseau, 1910.

Charles HOUPIN, *Traité théorique et pratique des sociétés par actions françaises et étrangères et des sociétés d'assurances*, 4^e éd. 3^e tirage, Administration du Journal des notaires et des avocats, 1912.

André AMIAUD, *Traité théorique et pratique des comptes de réserves dans les sociétés par actions*, 2^e éd., Sirey, 1920.

Henri DECUGIS, *Traité pratique des sociétés par actions*, 6^e éd., Sirey, 1926.

Gabriel RAMON, *Histoire de la Banque de France : d'après les sources originales*, B. Grasset, 1929.

Charles LYON-CAEN et Louis RENAULT, *Traité de droit commercial*, 5^e éd. avec collaboration de André AMIAUD, Librairie générale de droit et de jurisprudence, 1929.

Édouard COPPER-ROYER, *Traité des sociétés anonymes*, 4^e éd., Dalloz, 1931.

Edmond-Eugène THALLER, *Traité élémentaire de droit commercial à l'exclusion du droit maritime*, 8^e éd. par Jean PERCEROU, Resseau et Cie, 1931.

Charles HOUPIN et Henri BOSVIEUX, *Traité général théorique et pratique des sociétés civiles et commerciales et des associations*, 7^e éd., Administration du Journal des Notaires et des Avocats, 1935.

André DOLBEAU et Georges CANTENOT, *Réformes de la Législation des sociétés :*

commentaire des Décret-lois d'août-octobre 1935 et Lois subséquentes, Rousseau et Cie, 1936.

Maurice POLTI, *Les droits des actionnaires : étude des trois décrets-lois sur les bilans et comptes - droit de vote droit préférentiel de souscription*, ANSA, 1936.

Charles HOUPIN et Henri BOSVIEUX, *Traité général théorique et pratique des sociétés civiles et commerciale et des associations, supplément*, Administration du journal des notaires et des avocats, 1937.

Henri LÉVY-BRUHL, *Histoire juridique des sociétés de commerce en France au XVII^e et XVIII^e siècles*, Les éditions Domat-Montchrestien, 1938.

Henry SOLUS, *La réforme du droit des sociétés par les décrets-lois de 1935 et 1937*, Librairie de recueil Sirey, 1938.

Commentaire de la loi du 4 mars 1943 relative aux sociétés par actions, ANSA, 1943

Jean ESCARRA, *Cours de droit commercial*, nouv. éd., Sirey, 1952.

Gaston LAGARDE, *Loi du 25 février 1953 relative au régime juridique des sociétés et des valeurs mobilières*, ANSA, 1953.

Jean ESCARRA, Edouard ESCARRA et Jean RAULT, *Traité théorique et pratique de droit commercial, les sociétés commerciales*, t. 3, Librairie du recueil Sirey, 1955.

Roger GOURBEIX, *La pratique des augmentations de capital en numéraire*, Dalloz, 1963

Jean-Marie BERMOND DE VAULX, *Les droits latents des actionnaires sur les réserves dans les sociétés anonymes*, Sirey, 1965.

Marcel HAMIAUT, *La réforme des sociétés commerciales, Loi no 66-537 du 24 juillet 1966*, Dalloz, 1966.

Jean HÉMARD, François TERRÉ et Pierre MABILAT, *La Réforme des sociétés commerciales : décret n° 67-236 du 23 mars 1967 / commentaire analytique*, Dalloz, 1967.

Robert TROUILLAT, *Le droit nouveau des sociétés commerciales : la loi du 24 juillet 1966 et les textes d'application commentés*, Entreprise Moderne, 1967.

Georges RIPERT et René ROBLOT, *Traité élémentaire de droit commercial*, 6^e éd., Librairie générale de droit et de jurisprudence, 1968.

Jean HÉMARD, François TERRÉ et Pierre MABILAT, *Sociétés commerciales*, Dalloz, 1972

François CARON, *Histoire économique de la France, XIX^e-XX^e siècles*, A. Colin, 1981

Anne LEFEBVRE-TEILLARD, *La société anonyme au XIX^e siècle*, P. U. F., 1985.

Romuald SZRAMKIEWICZ, *Histoire du droit des affaires*, Montchrestien, 1989.

Jean-Pierre DESIDERI, *La préférence dans les relations contractuelles*, Presses universitaires d'Aix-Marseille faculté de droit et de science politique, 1997.

Jean BOUVIER, *Le Crédit Lyonnais de 1863 à 1882*, (Ré-impressions), Éditions de l'École des hautes études en sciences sociales, 1999.

Yves GUYON, *Droit des affaires*, t.1, 12^e éd., Economica, 2003.

Alain COURET et Hervé LE NABASQUE, *Valeurs mobilières, Augmentations de capital, Nouveau régime, Ordonnances des 25 mars et 24 juin 2004*, Éditions Francis Lefebvre, 2004.

Alain COURET Hervé LE NABASQUE et d'autres, *Droit financier*, 2^e éd., Dalloz, 2012.
Renaud MORTIER, *Opérations sur capital social*, 2^e éd., LexisNexis, 2015.
Michel GERMAIN et Veronique MAGNIER, *Traité de droit des affaires*, t. 2, Les sociétés commerciales, 22^e éd., LGDJ, 2017.
Philippe MERLE, *Droit commerciale, sociétés commerciales*, 22^e éd., Dalloz, 2018.

論文・雑誌記事

L. CABANTOUS, note sous Cass., 14 fév. 1853, *Le journal du palais*, 1854. 1. 459.
Charles BALLOT, De la limite légale du pouvoir des assemblées générales en matière de sociétés civiles et commerciales, *Revue pratique de droit français : jurisprudence, doctrine, législation*, t. 6, 1858.
Conclusions de l'avocat général HÉMAR sous Paris 19 avr. 1875, *D.*, 1875. 2. 165.
Léon LYON-CAEN, Du droit de modifier les statuts. Des sociétés par actions et de la limite du pouvoir des Assemblées générales, *Journal des sociétés*, 1880, p. 277.
Charles HOUPIN, Organisation, compétence et pouvoirs des assemblées générales extraordinaires (Art. 31, loi du 24 juillet 1867), *Journal des sociétés*, 1880, p. 543.
LABBÉ, note sous Cass., 27 juin 1881, *S.*, 1881. 1. 441.
Edmond-Eugène THALLER, Des nouvelles pratiques financières suivies en matière de sociétés, *Revue critique de législation et de jurisprudence*, 1881, p. 519.
Charles HOUPIN, note sous Paris, 14 mars 1884, *Journal des sociétés*, 1885, p. 441.
VAVASSEUR, note sous Paris, 13 mars 1884, *Revue des sociétés*, 1885, p. 360.
Paul BOURGEOIS, Du droit pour la majorité de réduire ou d'augmenter le capital social dans les sociétés qui se sont réservé la faculté de modifier leurs statuts, *Journal des sociétés*, 1888, p. 46.
VAVASSEUR, note sous Paris 15 mars 1890, *S.*, 1891. 2. 105.
Charles LYON-CAEN, note sous Cass., 30 mai 1892, *S.*, 1892. 1. 257.
A. BOISTEL, note sous Paris, 6 fév. 1891, *D.* 1892. 2. 385.
Edmond Eugène THALLER, note sous Cass., 30 mai 1892, *D.*, 1893. 1. 105.
Albert WAHL, Étude sur augmentation de capital, *Annales de droit commercial français, étranger et international*, 1893, II, p. 81, 161, 273, 361, et 1894, II, p. 14, 98 et 186.
Conclusions de l'avocat général DESJARDINS sous Cass., 29 janv. 1894, *D.*, 1894. 1. 313.
Léon LACOUR, note sous Cass., 29 janv. 1894, *D.*, 1894. 1. 313.
A. NYSENS, Du droit de préférence des premiers actionnaires à la souscription des actions nouvelles, en cas d'augmentations du capital, *Revue pratique des sociétés civiles et commerciales*, 1894, p. 228.
H. PASCAUD, Les assemblées générales extraordinaires d'actionnaires dans les sociétés anonymes, *Revue des sociétés*, 1895, p. 569.
Edmond THALLER, Amortissement et fonds de réserve, *Annales de droit commercial*, 1895, p. 241.
Charles HOUPIN, Des actions de priorité, *Journal des sociétés*, 1899, p. 49 et 97.

Albert WAHL, Pouvoirs des assemblées générales extraordinaires au point de vue de la modification des statuts, *Journal des sociétés*, 1900, p. 193, 241, 289, 337, 385 et 481

Charles LYON-CAEN, note sous Cass., 16 juill. 1901, *S.*, 1902. 1. 257.

Ar. BOUVIER-BANGILLON, note sous Cass., 16 juill. 1901, *Pandectes françaises*, 1902. 1. 145

Note sous Trib. com. Seine, 10 déc. 1902, *Revue des sociétés*, 1903, p. 118.

Jacques VAVASSEUR, Les actions de priorité et les sociétés anonymes antérieures à la loi du 9 juillet 1902, *Revue des sociétés*, 1903, p.135.

Albert WAHL, Nouvelles observations sur la loi relative aux actions de priorité, *Journal des sociétés*, 1903, p. 52.

Charles HOUPIN, Des actions de priorité (commentaire de la loi du 16 novembre 1903), *Journal des sociétés*, 1904, p. 185.

Henri BOSVIEUX, Pouvoirs de l'assemblée générale en matière de modifications des statuts, *Journal des sociétés*, 1906, p. 436.

Jean PERCEROU, Du pouvoir de l'assemblée générale extraordinaire dans les sociétés par actions à l'effet de modifier les statuts, envisagé spécialement au point de vue de la loi du 16 novembre 1903 sur les actions de priorité, *Journal des sociétés*, 1907, p. 5, 49, et 97.

Charles HOUPIN, Société anonyme. -Assemblée générale ordinaire. -Délégation de pouvoirs au conseil d'administration. -Pouvoir statutaire conféré à l'assemblée Générale ordinaire ou au conseil d'administration pour la modification des statuts, *Journal des sociétés*, 1907, p. 344.

Charles HOUPIN, note sous Paris, 17 mai 1901, *Journal des sociétés*, 1908, p. 14

Henri BOSVIEUX, De l'exercice du droit de préférence réservé aux actionnaires et porteurs de parts de fondateur en cas d'augmentation du capital, *Journal des sociétés*, 1911, p. 391.

Gabriel BOURCART, De l'influence de la loi du 16 novembre 1903 sur les pouvoirs des assemblées générales extraordinaires pour la modification des statuts, *Journal des sociétés*, 1912, p. 97, 145, 193 et 240.

Edmond Eugène THALLER, Des divers emplois possibles d'actions de priorité, *Journal des sociétés*, 1912, p. 385.

Albert WAHL, De la cession du droit de souscrire par préférence aux actions émises en augmentation du capital, *Journal des sociétés*, 1912, p. 338.

F. BARATIN, De l'exercice par le nu-propriétaire ou l'usufruitier d'actions du droit de souscrire par préférence à des actions nouvelles émises contre espèces, *Revue des sociétés*, 1921, p. 61.

Paul PIC, Des assemblées générales extraordinaires, *Revue des sociétés*, 1922, p. 351

F. BARATIN, De la dotalité qui affecte le droit de souscrire par préférence à des actions nouvelles émises contre espèces, lorsque ce droit est attaché à des actions dotales. Des effets de cette dotalité, *Revue des sociétés*, 1922, p. 568.

Henri DECUGIS, De la non-dotalité du droit de souscription appartenant aux femmes dotales en cas d'augmentation de capital d'une société par actions, *Journal des sociétés*,

1922, p. 50.

Albert WAHL, Des droit respectif de l'usufruitier et du nu propriétaire sur les titres, leurs produits et leurs accessoires, *Journal des sociétés*, 1925, p. 138.

Charles HOUPIN, note sous Trib. Départ du Nord (section de Douai), 1^{er} déc. 1928, *Journal des sociétés*, 1929, p. 583.

Jean PERCEROU, Les augmentations de capital par émission d'actions avec primes, *Journal des transports : revue internationale des chemins de fer et de la navigation*, 1929, p. 97.

A. DALSACE, Commentaire du décret créant au profit des actionnaires un droit préférentiel de souscription aux augmentations de capital, *Revue des sociétés*, 1935, p. 271.

Henri BOSVIEUX, Du droit de souscription préférentiel des actionnaires en cas d'augmentation de capital (Décret-loi du 8 août 1935), *Journal des sociétés*, 1936, p. 6.

Léon ALEXANDROFF, De la nouvelle réglementation du droit préférentiel de souscription : Commentaire du décret du 8 août 1935, *La semaine juridique*, 1936, p. 33.

George CANTENOT, Le droit préférentiel de souscription, *Revue des sociétés*, 1936, p. 226

A. CHARRON, De l'exercice du droit de souscription à titre irréductible et à titre réductible créé par le décret-loi du 8 août 1935, *Journal des sociétés*, 1939, p. 1.

Henri BOSVIEUX, La nouvelle loi du 4 mars 1943, sur les sociétés par actions, *Journal des sociétés*, 1943, p. 17.

Jean MICHEL, La loi du 4 mars 1943 relative aux sociétés par actions, *Gazette du Palais*, 1943, doct., p. 39.

A. DALSACE, Du caractère obligatoire des dispositions du décret-loi du 8 août 1935, créant au profit des actionnaires un droit préférentiel de souscription aux augmentations de capital, *Revue des sociétés*, 1948, p. 139.

A. CHARRON, Du quelques difficultés relatives à l'application du décret-loi du 9 août 1935 sur le droit de souscription aux augmentations de capital, *Journal des sociétés*, 1948, p. 5, Sur l'application du décret du 8 août 1935 relatif au droit de souscription aux augmentations de capital, *Journal des sociétés*, 1952, p. 183.

H. LECOMPTE et P. BOSVIEUX, Commentaire des dispositions de la loi du 25 février 1953 concernant le statut juridique des sociétés par actions, *Journal des sociétés*, 1953, p. 272

André AMIAUD, L'affectio societatis, in *Aequitas und Bona fides*, Verlag Heibing und Lichtenhahn, 1955.

Alfred JAUFFRET, La renonciation des anciens acitonnaires à leur droit de souscription, in *La società per azioni alla metà del secolo XX : studi in memoria di Angelo SRAFFA*, CEDAM, 1962, p. 371.

Jean LEBLOND, Sur une tentative de supression du droit préférentiel de souscription des actionnaires aux augmentations de capital en numéraire, *Gaz. Pal.*, 1971, 2^e sem. doct., p. 491.

Groupe de prospective juridique appliquée Sous-groupe Capital Social, Droit préférentiel de souscription des actionnaires aux augmentations de capital, *Gazette du Palais*, 1972, 1^{er} sem., doct., p. 121.

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.

Alfred JAUFFRET, La modification du capital émis dans les sociétés anonymes, notamment du point de vue des droits de souscription préférentielle, *RTD com.*, 1974, p. 190.

Jean HÉMARD, La suppression du droit préférentiel de souscription aux augmentations de capital dans les sociétés anonymes, in *Études offertes à Alfred JAUFFRET*, Faculté de droit et de science politique d'Aix-Marseille, 1974, p. 393.

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.

Michel GERMAIN, L'abus du droit de majorité, *Gazette du Palais*, 1977. 1, doct., p. 157.

Dominique GERRY, Le régime des augmentations du capital en numéraire après la loi n° 83-1 du 3 janvier 1983, *Revue des sociétés*, 1983, p. 10.

Alain COURET, La loi n° 85-1321 du 14 décembre 1985 modifiant diverses dispositions du droit des valeurs mobilières, des titres de créances négociables, des sociétés et des opérations de bourse, *Bulletin mensuel d'information des sociétés*, 1986, p. 145.

Gilles ENDRÉO, Le droit prioritaire de souscription aux titres de capital, *Revue de droit bancaire*, 1987, p. 117.

Paul TROUSSIÈRE, Informations nouvelles des actionnaires en cas de fusion ou d'augmentation de capital (décret no 91-153 du 7 février 1991), *Gazette du Palais*. 1991, 2^e sem., doct., p. 634.

Philippe BISSARA et Jean-Pierre BOUÈRE, Les propositions du CNPF de modernisation du régime des émissions de titres de capital, *Bulletin Joly Sociétés*, 1994, p. 12.

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*, 1994, p. 635.

Alain COURET et Jean-Louis MEDUS, Les dispositions de la loi du 8 août 1994 portant DDOEF intéressant le droit des sociétés, *Bulletin Joly Sociétés*, 1994, p. 906.

Jean-Pierre BOURÈRE, Augmentation de capital : mode d'emploi du nouvel article 180 de la loi sur les sociétés, *Bulletin Joly Sociétés*, 1995, p. 8.

Bernard CAILLAUD et Daniel BOULLET, Valeurs mobilières : émission, placement, droits des porteurs, *Gazette du Palais*, 1998, 2^e sem., doct., 10 oct. p. 1293.

Jean-Jacques ANVILE N'GORAN, Le rôle de la Commission des opérations de bourse dans la défense du droit préférentiel de souscription aux augmentations de capital, *Daloz Affaires*, 1998, p. 1075.

Jean-François BULLE, Les délégations de pouvoirs, *JCP E*, 1999, p. 1136.

D. COHEN, La prime d'émission entre liberté et contrôle, *JCP E*, 2002, 35.

Pierre-Yves CHABERT, L'encadrement excessif des opérations d'augmentation de capital, in *Quels avenir pour la capital sociale?*, sous la direction de Alain COURET et Hervé LE NABASQUE, Dalloz, 2004, p. 50.

Dominique BOMPOINT, La réforme des procédures d'appel public à l'épargne : La règle des « 10 parmi 20 », *Actes pratiques et ingénierie sociétair*e, janv.-fevr. 2004, p. 20.

Jean-Jacques DAIGLE, Les émissions sans droit préférentiel de souscription, *Revue des sociétés*, 2004, p. 479.

Hervé LE NABASQUE, Les augmentations de capital réalisées avec maintien du droit préférentiel de souscription des actionnaires, *Revue des sociétés*, 2004, p. 491.

Laurent FAUGÉROLAS et Stéphane SABATIER, Les émissions réservées, *Revue des sociétés*, 2004, p. 515.

Jean-Pierre MATTOUT, Les nouveaux pouvoirs financiers des organes de direction, *Revue des sociétés*, 2004, p. 543.

Pierre-Yves CHABERT, Les augmentations de capital après l'ordonnance no 2004-604 du 24 juin 2004 portant réforme des valeurs mobilières émises par les sociétés commerciales, *Bulletin Joly Sociétés*, 2004, p. 1023.

Henri HOVASSE, Les augmentation de capital après l'Ordonnance no 2004-604 du 24 juin 2004 portant réforme du régime des valeurs mobilières émises par les sociétés commerciales, *Droit des sociétés*, oct. 2004, étude 13.

Paul LE CANNU, Sociétés par actions, *RJDA*, 2004, p. 531.

ANSA, *Quels sont les critères qui permettent de distinguer une délégation de pouvoir et une délégation de compétence de l'assemblée générale au conseil d'administration?*, comité juridique, 9 janv. 2008, no 08-003.

Jean-Jacques DAIGRE et Bénédicte FRANÇOIS, Commentaire de l'ordonnance du 22 janvier 2009 relative à l'appel public à l'épargne, *Revue des sociétés*, 2009, p. 3.

Michael LOY, L'augmentation de capital sans droit préférentiel de souscription par placement privé (Ordonnance no 2009-80 du 22 janvier 2009), *JCP E*, 2009, 1766.

Charles CARDON, L'augmentation de capital par placement privé issue de l'ordonnance du 22 janvier 2009, *RTD fin.*, janv.-févr. 2009, p. 45.

Alain THEIMER, *Vade mecum* de droit préférentiel de souscription, *Actes pratiques et ingénierie sociétair*e, juill.-août, 2010.

Pierre-Arnaud CONCHON, Les augmentations de capital « fermées » dans les sociétés cotées, *Bulletin Joly Bourse*, juin 2013, p. 312.

Pierre-Yves CHABERT et Rodolphe ELINEAU, Dispositions relatives aux opérations sur titres et aux droits de souscription, *Revue des sociétés*, 2015, p. 424.

Quentin DURAND et Matthieu GROLLEMUND, Clauses d'extension et options de surallocation dans les augmentations de capital de sociétés cotées, *Bulletin Joly Bourse*, 2015, p. 516.

ウェブサイト

La saison 2017 : une année record en matière de contestation actionnariale, <
<http://www.proxinvest.fr/?p=4845> > [最終アクセス 2018 年 9 月 21 日] .

Présentation du rapport du Groupe de travail présidé par M. Lepetit sur les nouvelles formes d'augmentation de capital du 4 sept. 2002, p. 16 < <https://www.amf->

france.org/technique/multimedia?docId=workspace://SpacesStore/4f57b86c-09a7-4cb2-84a5-9f658b4ff90a_fr_1.0_rendition > [最終アクセス 2018 年 9 月 21 日] .

博士論文 (テーズ)

Jean PERCEROU, *Des fondateurs de sociétés anonymes*, Thèse Dijon, 1896.

Louis BOSSY, *De l'augmentations et de la reduction du capital dans les sociétés par actions*, Thèse Paris, 1899.

COUTY, *De la nature des actions dans les sociétés*, Thèse Paris, 1900.

Pierre LANQUEST, *Les droits de l'actionnaire dans les sociétés anonymes*, Thèse Paris, 1908.

Paul MARIA, *Des modifications du capital social au cours de la vie sociale dans les sociétés commerciales par actions*, Thèse Marseille, 1913.

Gustave DACHER, *De la priorité de souscription dans les émissions de titres*, Thèse Paris, 1913.

M. U. CAITUCOLI, *Les augmentations de capital dans les sociétés françaises par actions envisagées comme phénomène économique(période 1918-1921)*, Thèse Paris 1923.

Marcel DESLANDES, *Les augmentations de capital dans les sociétés anonymes depuis 1914*, Thèse Paris, 1924.

Georges André DARDANNE, *Les augmentation de capital des sociétés françaises par actions*, Thèse Paris, 1924.

Léon PAVÉS, *Le droit de souscription à des actions*, Thèse Paris, 1925.

Alfred JAUFFRET, *Du droit de soucrir par préférence à des actions nouvelles*, Thèse Aix, 1926.

Frédéric CHEVALIER, *Du droit de souscription en cas d'augmentation de capital dans les sociétés anonymes ou en commandite par actions*, Thèse Paris, 1926.

René CLAUDON, *Les abus dans l'administration des sociétés par actions*, Thèse Paris, 1926

Robert BIGO, *La Caisse d'escompte (1776-1793)*, Thèse Paris, 1927.

Jeanne VANDAMME, *De la prime imposée aux souscripteurs d'action*, Thèse Paris, 1928.

Guillaume CAMERLYNCK, *De l'intuitus personae dans la société anonyme*, Thèse Paris, 1929.

Albert BOSVIEUX, *De la souveraineté de l'assemblée générale extraordinaire des sociétés par actions sous l'empire de la loi du 1er mai 1930*, Thèse Paris, 1933.

Georges ROBERT, *Du droit de préférence de l'actionnaire à la souscription d'actions nouvelles en cas d'augmentation de capital*, Thèse Paris, 1939.

Jean LACOMBE, *Les réserves dans les sociétés par actions*, Thèse Nancy, 1962.

Gérard SOUSI, *L'intérêt social dans le Droit français des sociétés commerciales*, Thèse Lyon 1974.

Alain COURET, *Le droit préférentiel de souscription de l'actionnaire*, Thèse Toulouse, 1978.

Dominique GERRY, *Le droit préférentiel de souscription*, Thèse Paris II, 1981.

議會資料等

Rapport par DU MIRAL fait à la séance du Corps législatif du 28 avril 1863, reproduit dans Louis TRIPIER, *Commentaire sur la loi du 23 mai 1863 sur les sociétés à responsabilité limitée*, Mme Mayer-Odin, 1863, p. 37.

Rapport par MATHIEU, présenté à la séance du 3 mai 1867 au Corps législatif, reproduit dans Auguste MATHIEU et Auguste BOURGUIGNAT, *Commentaire de la loi sur les sociétés du 24-29 Juillet 1867*, Cosse, Marchal et Cie, 1868, p. 366.

Travaux de la commission extra-parlementaire, *Revue des sociétés*, 1883, p. 136.

Rapport par BOZÉRIAN, *Revue des sociétés*, 1884, p. 754.

Rapport par MONOD, *Revue des sociétés*, 1886, p. 411.

Congrès international des sociétés par actions tenu à Paris du 12 au 17 août 1889 : Compte-rendu sténographique, Arthur Rousseau, 1890.

Journal officiel, Débat parlementaires, Sénat du 4 juill. 1893, séance du 3 juill. 1893, p. 1026.

Rapport par GIRARD, *Journal des sociétés*, 1902, p. 383.

Proposition de loi, *Documents Parlementaires, Chambre des Députés*, 1930, annexe n° 4062.

Proposition de loi, *Documents Parlementaires, Sénat*, 1932, annexe n° 826.

Rapport par LESACHÉ, *Documents Parlementaires, Sénat*, 1934, annexe n° 50.

Journal Officiel, Débats parlementaires, Sénat, 1934, p. 153 et suiv. ainsi que 712 et suiv.

Projet de loi tendant à la protection de l'épargne par la réforme du régime des sociétés par actions et de la publicité financière, *Documents Parlementaires, Chambre des Députés*, 1933, annexe n° 2416.

Projet de loi tendant à créer, au profit des actionnaires, un droit préférentiel de souscription aux augmentations de capital, *Documents Parlementaires, Sénat*, 1935, n° 35.

Avis de DAILLY, *Documents Parlementaires, Sénat*, 1982, annexe n° 78.

Exposé des motifs de la loi du 3 janvier 1983, *Documents parlementaires, Assemblée Nationale*, 1982, annexe n° 1080.

Avis présenté 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*, 1982-1983, n° 78.

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.

Gérard TRÉMÈGE, Rapport fait au nom de la commission des finances, *Documents parlementaires, Assemblée Nationale*, 1994, annexe n° 1349.

Avis présenté 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*, 1993-1994, n° 539.

Projet de loi portant diverses dispositions d'ordre économique et financier, *Documents parlementaires, Sénat*, 2001, annexe n° 346.

Rapport au Président de la République relatif à l'ordonnance n° 2004-604 du 24 juin 2004 portant réforme du régime des valeurs mobilières émises par les sociétés commerciales et extension à l'outre-mer de dispositions ayant modifié la législation commerciale, *JORF* n° 175 du 30 juill. 2004, text n° 36.

Rapport au Président de la République relatif à l'ordonnance n° 2009-80 du 22 janvier 2009 relative à l'appel public à l'épargne et portant diverses dispositions en matière financière, *JORF* n° 19 du 23 janv. 2009, text n° 13.

その他

Émile ZOLA, *L'argent*, Charpentier et Cie, 1891.

(2) 邦語文献

書籍

阪埜光男「新株引受権の法理」(1969年、慶応義塾大学法学研究会)

坂本延夫「新株引受権論」(1973年、千倉書房)

上柳=鴻=竹内編『新版注釈会社法(7)新株の発行』(有斐閣、1987年)

神田秀樹編『会社法コンメンタール5』(商事法務、2013年)

鈴木健嗣『日本のエクイティ・ファイナンス』(中央経済社・2017年)

神田秀樹『会社法(第20版)』(弘文堂、2018年)

論文

金沢理「フランス会社法における新株引受権」鈴木竹雄先生古稀記念『現代商法学の課題(上)』(1975年、有斐閣) 81頁

岡本智英子「新株引受権再考」法学政治学論究 32号(1997年) 106頁

戸川成弘「新株発行」浜田道代先生還暦記念『検証会社法』(信山社、2007年)

岡本智英子「新株引受権と新株予約権無償割当て」法と政治 63巻(2012年) 103頁

以 上