

〔論 説〕

違法な新株予約権の行使による 株式発行の効力について

尾 関 幸 美

目次

1. はじめに
2. 問題の所在
 - (1) 新株予約権制度の概要
 - (2) 新株予約権の瑕疵とその救済方法
3. 東京地裁平成21・3・19判時2052号108頁
 - (1) 事実の概要
 - (2) 判旨
 - (3) 本判決の意義
4. 検討
 - (1) 権利行使条件の変更の可否
 - (2) 権利行使条件違反と新株発行の無効原因
 - (3) 違法な新株予約権の行使による株式発行の効力とその主張方法
 - (4) 本判決の射程
5. 結語—まとめと今後の課題—

1. はじめに

本稿は、違法な新株予約権の行使による株式発行の効力につき、考察することを目的とするものである。

違法な新株予約権の具体例としては、新株予約権の発行に無効事由があ

違法な新株予約権の行使による株式発行の効力について

る場合、新株予約権発行後、権利行使条件が法定機関の決議なく変更された場合、権利行使による株式の発行が発行可能株式総数を超過する場合等が考えられる。これらの中でも、とりわけ、権利行使条件に違反する新株予約権の行使が、新株発行無効の訴えの無効原因事由となりえるのか、これが肯定されるのはどういう場合であり、また、従来の募集株式の無効原因と同じ判断枠組みで考えることが妥当であるかにつき、検討を試みるものである。

2. 問題の所在

(1) 新株予約権制度の概要

新株予約権とは、会社に対して行使することにより当該会社の株式の交付を受けることができる権利である（会社法2条21号）。新株予約権者は、予め定められた期間内（権利行使期間）に、予め定められた価額（権利行使価額）を会社に払込めば、行使日（権利行使日）に会社から一定数の当該会社の株式の交付を受けることができる（会社法236条1項2-4号）。会社の交付する株式は自己株でもよい。したがって、新株予約権が行使されると、新株が発行される、あるいは自己株式の処分のいずれかが行われることになる。新株予約権に法的瑕疵があると、株式発行あるいは自己株式の処分の効力が問題となるが、本稿では前者に焦点を当てて検討する。新株予約権者が払込みをするか否かは自由であり、権利行使価額の払込みにより、新株予約権者は当然に株主となるから（会社法282条）、その法的性質は形成権とされている¹。

新株予約権者にとって、将来的に株価が権利行使価額よりも上回る可能性がある限り、当該権利を保有する利点があるといえる。そして、新株予約権という金融商品が将来的に利益を獲得できる可能性のある商品であるということは、それ自体が一定の経済的価値を有することにもなる²。

新株予約権の利用形態はさまざまであり、例えば、これを社債に付せば、新株予約権付社債（会社法2条22号）となり、新株予約権の経済的価値の分だけ社債の利息を低く抑えることができる。あるいは取締役等に対するインセンティブ報酬の一種であるストック・オプションとして利用すれば、

1 江頭憲治郎『株式会社法〔第3版〕』713頁（有斐閣・2009年）。

株価が上がることについて強い期待を有するから、効率的な経営を行い、業績が向上すれば、株主の利益にも資することになる。他にも、新株予約権は段階的な資金調達や支配権取得のために、あるいは敵対的買収防衛策として広く利用されている。

会社法上、新株予約権は、募集新株予約権の発行（会社法238-248条）、新株予約権の無償割当（会社法277-279条）、取得条項付株式または取得条項付新株予約権の取得対価等として発行ないし交付される。

新株予約権の発行方法・手続は、募集株式の発行等とほぼ同様であり、原則として、株主総会の特別決議により、募集事項の決定をしなければならない（会社法238条1-3項・239条1項・309条2項6号）。これを株主総会の特別決議により取締役・取締役会に委任することはできるが、その場合であっても、委任の対象となる募集新株予約権の内容については株主総会の特別決議で定めなければならない（会社法236条1項・239条1項後段）。

新株予約権の行使条件について、会社法236条1項各号は特に定めていないが、一般に権利について、その行使条件を定めることはでき、新株予約権について、その行使条件を付すことも当然に可能であると解されている³。そうすると、権利行使条件は新株予約権の内容に含まれるから、その決定には、株主総会の特別決議を要することになる⁴。実務では、新株予約権の用途に応じて、権利行使条件を付けることが広く行われており、たとえばストック・オプションとして発行する場合は、新株予約権の行使について、一定期間以上、会社に勤務していること、あるいは一定期間以上、会社に勤務した後に、役員・従業員としての地位を喪失したこと（退職慰労金に代わるストック・オプション）、または一定の業績の達成等の

2 例えば、Aが権利行使価額1万円、新株予約権1個を行使した場合に株式1株が割り当てられるという内容の甲社の新株予約権1個を有しているとする。甲社が上場会社で、その株価が1万1000円の場合、Aは権利を行使し、1万円を会社に払い込んで株式の交付を受け、これを市場で売却すれば、1000円の利益を得ることができる。逆に、株価が9000円であれば、権利を行使しないことが合理的な選択であるといえる。

3 新株予約権の行使条件を定めたときは、これは登記事項となる（会社法911条3項12号ハ）。その意味で、会社法は新株予約権の行使に条件が付されることを想定していると考えられる。

4 相澤哲『新・会社法の解説』226頁（商事法務・2006年）。

行使条件を付するのが通常である。その他にも、買収防衛策として発行される場合には、敵対的買収者の議決権比率を稀釈化することが新株予約権の目的であるから、敵対的買収者およびそのグループには、原則として新株予約権の行使を認めない旨の行使条件（差別的行使条件）を設けたり、取得条項付新株予約権を使った防衛策の場合は、防衛策の発動事由が行使条件の一つとなる⁵。

（２）新株予約権の瑕疵とその救済方法

新株予約権は平成14年に導入された比較的新しい制度であり、またその特質上、いろいろな問題が指摘されている。例えば、新株予約権の発行手続・内容に法的瑕疵がある場合の瑕疵の主張方法と、その瑕疵が新株予約権の行使による株式の発行に与える影響である。

会社が法令・定款に違反し、または不公正な方法により、新株予約権を発行することによって株主が不利益を受けるおそれがある場合には、株主は会社に対して、その発行の差止めを請求することができる（会社法247条）。新株予約権無償割当（会社法277条）の差止めも可能である⁶。

また、発行後、権利行使前であれば、新株予約権が発行されると株主の議決権に影響を及ぼすので、画一的処理が必要なことを理由に、その無効主張権者や提訴期間を一定の範囲に限定したうえで、新株予約権の発行それ自体の効力を争う方法として、新株予約権発行無効の訴えを会社法は設けている（会社法828条1項4号）。右の訴えの対象となる無効事由は、①募集株式の発行等の場合とほぼ平行に考えられ、無効事由と認められるのは、譲渡制限株式を目的とする新株予約権が株主総会・種類株主総会の決議なしに発行される（会社法238条2項4項・241条3項4号・243条2項・322条1項5号）、②譲渡制限株式を目的とする新株予約権につき株主の割当を受ける権利（会社法241条2項）を無視して割り当てがなされる、③公開会社において募集事項の通知・公告（会社法240条2項3項）

5 敵対的買収者が登場した場合（例えば会社の株式を20%以上取得されたときや公開買付を仕掛けられたとき）に、株主による行使をまたずに会社が強制的に新株予約権を取得し、その対価として敵対的買収者以外の株主に対しては議決権普通株式を、敵対的企業買収者に対しては、それ以外の経済的価値のある対価を交付することにより、買収者に過度の経済的損害を被らせないようにしつつ、議決権比率の希釈化という目的を達する防衛策である。

6 東京地決平成19・6・28金判1270号12頁。

を欠く第三者割当または公募の方法による発行、④新株予約権の発行差止めの仮処分違反する発行が行われる等である⁷。

また、新株発行の不存在確認の訴え（会社法829条1号2号・834条13号14号）と同様に、新株予約権不存在確認の訴えも設けている（会社法829条3号）。何が不存在事由に当たるかは、基本的に新株発行不存在確認の訴えと同様に考えられ、そうすると発行手続も払込みもないうまま、新株予約権の権利内容の重要事項の登記がなされたような場合（会社法911条3項12号）が、これに当たるとされる⁸。その他の具体的な事由は判然としない。

法が新株予約権の発行及び行使条件の決定に、株主総会の特別決議を要求する趣旨は、既存株主の利益保護のためである。会社法は、株主に新株予約権発行の差止請求の機会を保障するため、会社に、株主に対する募集事項等の通知・公告義務を課している⁹。

問題は、違法な新株予約権の発行後、新株予約権発行無効の訴えの提訴期間を経過した場合における、権利行使による株式発行の効力である。新株予約権の発行の場合と異なり、その行使に関して、株主に対する通知・公告義務が会社に課されておらず¹⁰、株主はいつ権利行使がなされたのか知るすべはないから、仮に募集株式の発行の差止請求権の適用または類推

7 新株予約権の目的である株式数が会社の交付可能株式数を超過する、本文の②④以外の発行手続上の法令違反、募集新株予約権に係る払込金額が引受人に特に有利であるため株主総会の特別決議を要する場合に（会社法240条1項・238条3項）、その決議を欠く、著しく不正な方法による発行（247条2号）であるため株主が不利益を受ける等は、無効事由とはならない。江頭・前掲注1書734頁。

8 江頭・同書704頁注1。

9 募集事項の決定に株主総会の特別決議を要する場合は、総会の招集通知に記載される（会社法299条1項）。また、取締役会決議で行われる場合（公開会社）、払込期日の2週間前までに募集事項の通知（会社法240条2項3項）または公告をもって代えることができる（同4項）。株主割当の場合は、募集新株予約権の引受けの申込期日の2週間前までに、会社は募集事項を株主に通知しなければならない（会社法241条4項）。

10 会社法210条は、募集株式について、会社が法令・定款に違反し、または著しく不正な方法でそれを発行することにより株主が不利益を受けるおそれがあるときは、株主が会社に対してその発行の差止めを請求できる旨を定めている。

違法な新株予約権の行使による株式発行の効力について

適用が認められたとして、株式発行の差止請求（会社法210条）をすることは、事実上、不可能である。したがって、実際には新株発行無効の訴え（会社法828条1項2号）で株式の効力を争うことになると考えられる。新株発行無効の訴えは、法的安定性の観点から、提訴期間の制限があり、公開会社は株式発行の効力発生後6ヶ月以内、非公開会社は1年以内とされているが（会社法828条1項2号・2項2号）、新株予約権の場合は、権利行使による株式発行の事実を知りえないことから、株主に提訴期間の制約を課すことは酷であるとして、その効力の争い方等について議論がある。

4.（3）で後述する。

この点は新株予約権の発行に瑕疵がある場合、新株予約権の発行の効力が生じた日から6ヶ月以内であれば（会社法828条1項4号）、新株予約権発行無効の訴えにより、その効力を争うことになるが、仮にこの訴えが提起されても、請求認容判決が確定するまで新株予約権自体は有効であるから（会社法839条括弧書）、その権利行使ならびにそれにより発行された株式の効力も有効となる。問題は、認容判決が確定した場合に、それまでに権利行使により、発行された株式の効力である。この効力を争う場合に、新株発行無効の訴え（会社法828条1項2号）または自己株式の処分無効の訴え（同条同項3号）の適用あるいは類推適用が認められるかが問題となる。なぜなら、新株予約権は新株予約権者が法令および新株予約権の内容（会社法236条1項）として定められた要件を満たす権利行使をすれば、その一方的な意思表示により、会社の行為を何ら要することなく、株主の地位を取得する形成権であることは前述したが¹¹、これに対し、新株発行無効の訴えは会社の組織に関する行為の無効の訴えであり、会社の行為が存在しない新株予約権の行使にもとづく株式の発行等を株式発行行為、あるいは自己株式の処分行為ということはできず、その対象となりえないのではないかという疑問が生じるからである。

さらに、このことは、新株予約権発行後、権利が行使されない間は、募集株式の発行等の差止請求（会社法210条）ができるか、すなわち210条の類推適用が可能かという問題も惹起する。学説は、新株予約権発行後、新株予約権発行無効の訴えが可能なる場合には、これによるべきであり、差止

11 江頭憲治郎編『会社法コンメンタール6』281頁（商事法務・2009年）〔江頭憲治郎〕。

請求は認めるべきでない、あるいは差止めるべき会社の機関の行為が存在しないことを理由に、これを否定する説¹²と、新株予約権の行使による新株発行・交付は特殊な新株発行であり、募集株式の発行には当たらないが、新株予約権の発行とこれを消却しないという会社の不作為とを一体とみて、会社の行為と観念することによって、会社に対し新株発行の差止請求をすることができるとして、株主保護のために類推適用を肯定する多数説とがある¹³。

また、会社法における新株予約権の定義は、「株式会社に対して行使することにより当該株式会社の株式の交付を受けることができる権利」（2条21号）とされ、「株式の交付」とは、株式の発行および自己株式の処分とを包摂する概念であると説明されている¹⁴。このことから、新株予約権者は権利を行使すると、会社の株式の交付行為により株主になるものと解する立場もある¹⁵。この見解に立つと、新株予約権の行使による株式発行も会社の行為と観念されるから、新株発行無効の訴えおよび募集株式発行の差止請求権の適用あるいは類推適用も容易に肯定されよう。

この問題に対し、東京高決平成20・5・12は肯定説を取り、「新株予約権発行はその行使による新株発行を当然に予定している手続であり、新株予約権の発行について法令違反や定款違反、あるいは不公正発行といった瑕疵がある場合には、それに続く新株発行の手続も当然これらの瑕疵を引き継いだものとなるというべきである。したがって、先行する新株予約権発行手続に会社法247条の差止事由がある場合には、それに引き続いて行われる新株発行手続にも当然に同条210条の差止事由があるというべきである」としている¹⁶。

また、傍論においてであるが、東京地決平成17・6・1は、事前の買収防衛策として差別的行使条件付きの新株予約権の無償割当を取締役会決議

12 鳥山恭一「批判」金商1326号16頁（2009年）、江頭憲治郎「事前の買収防衛策—発動時の問題—」法の支配145号24頁（2007年）。

13 大杉謙一「今後の我が国における敵対的買収の可能性—解釈論」家田崇他編『M&A攻防の最前線・敵対的買収防衛指針』120-122頁（金融財政事情研究会・2005年）。

14 相澤哲編『立案担当者による新・会社法の解説』別冊商事法務295号25頁注3（2005年）。

15 吉本健一『レクチャー会社法』278頁（中央経済社・2008年）。

16 東京高決平成20・5・12金商1298号46頁。

違法な新株予約権の行使による株式発行の効力について

のみで決定したことに對し、株主がその差止めを請求した事案であるが、「このように新株予約権の行使に基づく新株発行の過程において、会社の機関の行為が必要とされているときには、新株発行により不利益を受けるおそれのある株主は、その会社の機関を捉えて新株発行の差止めを求めることが許されると解する余地がある」としている¹⁷。これは、素直に読めば、新株予約権の行使による株式の発行は、会社の交付行為により、新株予約権者は株主になると解することができ、いずれにせよ、下級審裁判例からは裁判所が肯定説を採用することが伺える。

これに對し、会社法では、新株予約権発行無効の訴えの制度（会社法82条1項4号）が設けられたので、たとえ新株予約権の発行に無効事由があっても、当然には無効にならず、提訴期間を徒過すれば、もはやその瑕疵を争うことはできず、発行された新株予約権は有効なものとなる。

したがって、その行使による株式の発行も瑕疵はなく、その効力を争うことはできないと考えられる。

3. 東京地裁平成21・3・19判時2052号108頁

(1) 事実の概要

Y株式会社（被告）は信用保証業務等を目的とする全株式譲渡制限会社である。平成15年6月24日、Y社の株主総会において、Y社の業績と株主の利益向上に対する経営陣の意欲や士気の高揚を目的として、ストック・オプション制度を実施するため、取締役の新株予約権を無償で発行する旨の特別決議を行った。当該決議では、①新株予約権の行使時にY社の取締役の地位にあること（以下「取締役条件」とする）、②その他の行使条件については、取締役会決議に基づき、Y社と対象取締役との間で締結する新株予約権割当契約の定めるところによる旨の権利行使条件が定められた。

平成15年8月11日、Y社取締役会は、取締役または代表取締役であったZ₁～Z₃（Yの補助参加人）に對し、合計6万個の本件新株予約権を割り当てる旨の決議をなし、上記②の授權に基づき、Y社株式が店頭売買有価証券として、日本証券業協会への登録または日本国内の証券取引所への上場から6ヶ月が経過するまで、新株予約権を行使できないとする行使条件

17 東京地決平成17・6・1判タ1186号274頁【ニレコ事件】。

(以下「上場条件」とする)を定めて、同人らと新株予約権割当契約を締結した。この上場条件が成就した事実はない。

平成18年6月19日、Y社取締役会は上場条件を撤廃し、かつ取締役条件を緩和し、権利行使時にY社の取締役である者に加えて、監査役、従業員、顧問および取締役会において特に認められた者とする旨の変更決議をし、Y社とZらは本件割当契約の内容を本件変更決議に沿って変更する旨の契約を締結した。Zらは、権利行使期間である平成18年6月22日から8月7日にかけて、本件新株予約権の全部または一部を行使し、Y社は行使日に普通株式を発行した。

監査役であるX(原告)は、取締役会には新株予約権の行使条件を変更する権限はなく、本件変更決議が無効であり、本件新株発行は、本件株主総会決議および本件割当契約所定の新株予約権の行使条件に違反してなされた旨を主張して、本件新株発行を無効とすることを求めて本訴を提起した。

(2) 判旨

請求認容(控訴)

(i) 本件変更決議の有効性について

「株主以外の者に対して特に有利な条件をもって新株予約権を発行するときは、その旨の株主総会決議[ママ]を要するとともに(商法280の20第2項13号[会社法では削除。筆者注。括弧書以下同じ])、新株予約権の行使条件の決定について株主総会特別決議を要するとされている(同条の21第1項[会社法238条3項]、同条の20第2項6号[会社法238条1項])。また、譲渡制限会社において株主以外の者に対して新株予約権を発行するときは、持株比率の維持に関心を持つ既存株主の利益に配慮して、その目的たる株式の種類および数について株主総会特別決議を要するとされている(同条の27第1項ただし書[会社法238条2項])。

このような場合に新株予約権の発行及び行使条件の決定に株主総会の特別決議を要求し、既存株主の利益を図ることを考慮した法の趣旨に鑑みれば、株主総会決議で、行使条件の一部について、その内容の決定を取締役に委任したとしても、取締役会は、委任された趣旨に従って行使条件を決定すべきであり、いったん決定した行使条件の変更についても、委任された趣旨の範囲においてのみ許されるというべきであって、委任された趣旨に反する行使条件の決定又は変更は無効と考えるのが相当である。」

違法な新株予約権の行使による株式発行の効力について

「本件、新株予約権は、譲渡制限会社であるY社において、ストック・オプション制度実施のため、取締役に対して無償で発行されたものであり…、本件総会決議は、特別決議により、本件新株予約権の行使条件について、取締役条件を定めるとともに、その他の行使条件については、取締役会決議に基づく本件割当契約によること（本件授權）を定めたものである…。したがって、Y社の取締役会は、本件授權に基づいて行使条件を定めるに当たっては、ストック・オプション制度の趣旨にかなった内容に決定しなければならないし、いったん決定した内容を変更する場合も、ストック・オプション制度の趣旨も反しない限度で、変更しなければならない。」

「上場条件は、本件新株予約権の権利行使期間内に、Y社の株式の店頭売買有価証券としての日本証券業協会への登録又は日本国内の証券取引所への上場を目標とすることで、取締役に對し、Y社の業績ひいては株主の利益向上に対するインセンティブを与えるものである。…したがって上場条件を撤廃することは、…本件新株予約権の目的それ自体を否定するに等しく、本件変更決議は、本件総会決議による授權の範囲を逸脱するものと言わざるを得ない。」

「以上によれば、本件変更決議中、少なくとも上場条件を撤廃した部分は、法令の趣旨に反し、無効というべきである。」

(ii) 本件新株予約権の行使条件違反は本件新株発行の無効原因となるか

「法は、新株予約権の発行価格の払込期日（無償発行の場合には発効日）の2週間前に新株予約権事項を公告又は通知すべき旨定めるが（商法280条の23 [会社法240条2項3項]）、新株予約権の行使については、公告又は通知に関する規定が設けられておらず、…そうすると、新株予約権の行使が行使条件に違反する場合であっても、株主がこれを察知して、新株発行を事前に差止めることは事実上不可能に等しい。

株主は、行使条件に違反する新株予約権の行使による新株の発行を事前に差止めることは事実上不可能に等しいにもかかわらず、行使条件に違反する新株予約権の行使により、株式の財産的価値の低下という損害を被ることになるが、このような結果を容認することは、第三者有利発行に係る新株予約権の行使条件の決定について株主総会特別決議を要求し、株主の負担に帰す第三者に対する過度の財産上の利益提供の防止を図った法の趣旨（商法280条の21第1項 [会社法238条3項]、同条の20第2項6号 [会社法238条1項]）を没却することになる。このような場合、株主は、新株

予約権の行使に関与した取締役又は新株予約権を行使した者に対して損害賠償を請求することもできるとしても、株主の救済として実効性があるとはいえない。

そこで、第三者有利発行に係る新株予約権の行使条件に違反する新株予約権の行使は、当該行使条件が、新株予約権の目的に照らして細目的な行使条件であるといえない限り、新株発行の無効原因となると解すべきである。

このように解しても、新株発行無効の訴えの提訴期間は、公開会社においては新株発行の効力発生日から六か月以内、公開会社でない株式会社においては同一年以内とされている（会社法826条1項2号¹⁸）から取引の安全を過度に害することにはならないし、新株発行に関する公告又は通知を欠くことは、新株発行の差止事由がないため差止請求が許されなかったと認められる場合でない限り、新株発行の無効原因となると解されていること（最高裁平成5年（オ）第317号同9年1月28日第三小法廷判決・民集51巻1号71頁）にも合致するものである。」

「本件では、…上場条件は、本件新株予約権の権利行使期間内における、被告の株式の上場を目標とすることで、取締役に対し、Y社の業績ひいては株主の利益向上に対するインセンティブを与えるものであって、本件新株予約権の目的の本質に由来するものといえることができるから、本件新株予約権の目的に照らして、細目的な行使条件であるとはいえない。

したがって、本件新株予約権の行使において上場要件〔ママ〕に違反することは、本件新株発行の無効原因となるというべきである。」

（3）本判決の意義

従来、新株予約権の発行または行使に瑕疵があった場合、その権利行使により発行された株式の効力がどうなるかは明確ではなかった。本判決は、株主総会決議により新株予約権の行使条件の一部について、取締役会に委任した場合、委任された趣旨に反する行使条件の決定ないし、変更は無効であることを前提に、それに基づく新株予約権の行使によりなされた株式発行は、当該行使条件が新株予約権の目的に照らして細目的な行使条件であるといえない限り、新株発行の無効原因となることを初めて示したものの

18 本件では会社法施行後に新株発行無効の訴えが提起されているため、会社法が適用される（会社法の施行に伴う関係法律の整備等に関する法律111条1項）。

違法な新株予約権の行使による株式発行の効力について

である。理論上・実務上、重要な意義を有すると考えられる。

本件は、ストック・オプションとして発行された新株予約権の行使条件に違反する権利行使があり、これによる株式発行の効力が問題とされたケースである。判旨は当該行使条件が新株予約権の目的に照らして細目的な行使条件でないといえない限り、そのような権利行使条件違反は新株発行の無効原因になることを初めて判示したものである。この場合の新株発行は、募集事項の公示なしになされるものであることから、新株発行の差止めの機会を事実上有しない株主の利益保護のため新株発行の無効原因を弾力的に解したものとしてみなされたと評価されている¹⁹。

なお、Yらは控訴したが、控訴審は取締役会による権利行使条件の変更決議の効力について、発行後の新株予約権の行使条件の変更を認める規定がないこと、ならびに、本件株主総会の授権には発行後の変更は含まれていないことを理由に、これを無効とする。また、株式発行の効力については、原審の判断を支持し、請求を棄却している（東京高判平成22・1・20平21（ネ）2094号。判例集未登載）。Yらは上告し、平成23年9月現在、審理は継続中である。

4. 検討

（1）権利行使条件の変更の可否

新株予約権の発行の際に定めた権利行使条件を、事後的に変更することができるにつき、会社法の明文規定はない。前述したように、法が新株予約権の発行及び行使条件の決定に、株主総会の特別決議を要求する趣旨は、既存株主の利益保護のためである。特に、通常の新株発行と異なり、新株予約権はその仕組上、法定機関による発行決議から権利行使による株式発行までに時間的隔たりがある。本件のように、ストック・オプションとして発行される場合は、権利行使期間が10年以上と長期に亘ることも少なくない。発行後の状況の変化により、行使条件を変更する必要があることも十分にありうるし、その場合に、常に発行手続をやり直すのは煩雑であるから、新株予約権の内容たる行使条件の事後的な変更を認める必要

19 森本滋「新株予約権の行使条件に違反する新株予約権の行使が新株発行の無効原因とされた事例」私法判例リマークス（下）78頁（2010年）。

性があることは十分に理解できる。

しかし、安易に、発行後の行使条件の変更を容認すると、法の趣旨が没却されることにもなるから、新株予約権制度の特質を鑑み、行使条件の決定または変更の可否には慎重な配慮を要することになる。

学説の多くは、新株予約権者側にとって何ら不利益要素を伴わない変更であれば、会社側としては、一種の契約条件の変更であり、当事者自治の問題であることを理由に、発行決議に関する法定の決定機関の決議があれば（会社法238条2項・239条1項・240条）、当事者自治を理由に、これを可能とする²⁰。したがって、取締役会で募集事項の決議がなされた場合は、新株予約権者に特に有利な変更でない限り、取締役会の決議で足りるが、本件のように株主総会の委任を受けて、取締役会が募集事項の決定をした場合には株主総会の決議が必要になる。ただし、この点については、株主総会決議を要求する法の趣旨が既存株主の利益保護にあると考え、既存株主に不利益が生じない変更、あるいは新株予約権発行後の法改正等により、株主等の利害に直接関係しない手続的事項に変更の必要が生じた場合は株主総会の決議は不要との見解もある²¹。

取締役会の決議により、会社側に不利な変更を行う場合には、第三者にとっては、特に有利な条件に当たると考えられるから、さらに株主総会の特別決議を要するであろうし、新株予約権者側にとって不利な内容を含む変更であれば、新株予約権者の個別の同意を要することになる²²。

本件判旨は、株主総会決議により、新株予約権の行使条件の一部が取締役に委任された場合、委任された趣旨の範囲内においてのみ、その決定・変更は許されるとした。本件株主総会では、新株予約権の行使条件として、取締役条件のみが定められ、「その他の行使条件」は株主総会の授権に基づき、取締役会決議で定めてよいと決議されている。そうすると、上場条件の撤廃も取締役会決議のみで可能であると言えそうだが、判旨はストッ

20 酒巻俊雄＝龍田節編『逐条解説会社法第3巻』244頁（中央経済社・2009年）[前田雅弘]、江頭編・前掲注11書17頁。吉本健一・金商1327号4頁は、発行後の状況の変化により、利害関係者の利益に配慮した上で、変更が必要・合理性を有する場合は認められるとする。

21 奥山健志「ストック・オプションに関する実務の動向と諸問題」商事法務189号39頁（2010年）。

22 江頭編・前掲注11書18頁。

違法な新株予約権の行使による株式発行の効力について

ク・オプション制度の実施という本件新株予約権の発行目的から、行使条件として上場条件を設けることも委任の趣旨の範囲内と解し、その上で、本件の取締役会による変更決議は、委任の範囲を超えた無効なものであるとした。

従来、ストック・オプション目的の新株予約権の行使条件については、本件のように、「その他の行使条件については割当契約で定める」という形で株主総会決議がなされる例が多く、実際にそのような登記も存在しているという²³。このような方法で、募集新株予約権の内容としての行使条件の一部の決定を、実質的に取締役会以下の機関に委任することの可否が問題となる。この点につき、法の趣旨に反しない範囲において、他の機関に決定の一部を委任することは可能であり、新株予約権の内容についても、株主に実質的な不利益を及ぼす可能性がほとんど考えられないような技術的・細目的な事項に限っては、その全部または一部の決定を株主総会以外の機関の決定に委ねる余地もあると考えるべきであり、したがって、「その他の行使条件については割当契約で定める」という形で株主総会決議がなされた場合に、割当契約で定める事項がそのような技術的・細目的事項に関連する部分にとどまる場合は、そのような委任も許容されうると解すべきであろう。ただし、いずれにせよ、割当契約において、募集新株予約権の内容として、技術的、細目的事項を超える内容の行使条件を追加することは許されないと考えられるだろう。

(2) 権利行使条件違反と新株発行の無効原因

本判決は、行使条件の変更決議を無効とするので、行使条件違反の有無は、変更決議前の行使条件が基準となる。そして、本件の上場条件は、ストック・オプションの本質的な内容であり、新株予約権の発行目的であるストック・オプション制度の実施に照らすと、細目的な行使条件であるとはいえず、その違反は新株発行の無効原因になるとする。通常、ストック・オプションには、本件の取締役条件のような行使条件が定められるが、前述のように、株主の利益保護のために株主総会のチェックを受けて決定される。このような新株予約権制度の趣旨に鑑みれば、本質的な行使条件違反は株主総会の特別決議を要求し、株主の利益保護を図った法の趣旨に反

23 太田洋＝山本憲光＝豊田祐子編『新株予約権ハンドブック』337頁（商事法務・2009年）。

するとしている。

従来、判例・通説は、株式譲受人の取引安全の要請等から、新株発行の無効原因は限定的に解すべきであるとして、手続上の法令・定款違反は、原則として、新株発行の差止事由にとどまり、無効原因にはならないとしてきた。

とするならば、新株予約権の行使条件違反は、新株発行の手続上の法令・定款違反に当たり、新株発行の無効原因にはならないと解するのが当然の結論とも考えられるが、本判決は、新株予約権発行時には株主等に差止めの機会が与えられているものの、新株予約権の行使時にはその機会が保障されていないことを重視し、行使条件に違反する権利行使であっても、事前に察知して、新株発行を差止めることは事実上不可能に等しいことを理由に新株発行の無効原因になると解する。これは公告等の欠缺のため、差止めの機会が与えられていない違法な新株発行について、新株発行無効の訴えが認められるとした最判平9・1・28の趣旨に合致すると説示する。したがって、本判決は、基本的に新株発行の無効原因の解釈について、従来の判例の立場を踏襲したと位置づけられる。ただし、本件は新株予約権の行使による新株発行に際して、公示義務が課せられていない点に注意すべきである。つまり、公示義務違反のない新株発行であっても、株主に差止めの機会がないこと自体を直接の理由として、行使条件に違反する新株予約権の行使であることを無効事由としているが、これは新株発行の差止めの機会を事実上有しない株主の利益保護のために、新株発行の無効原因を弾力的に解したと評価できよう。その背景には、通常の新株発行と異なり、新株予約権の場合は発行決議と、実際に権利行使され新株が交付されるまでに時差があり、この間に状況が変化し、会社および株主の利益が害される可能性がより高いにも関わらず、差止めの機会が制度的に保障されていないことを考慮した判断であると思われる。だからこそ、行使条件違反の権利行使による新株発行に無効原因が存在すると評価するためには、行使条件違反の重大性の有無が重要な判断要素となり、新株予約権の発行目的に照らして、それが細目的な条件でない限り無効と判断したと考えられる。違法な新株予約権の行使による新株発行の効力を判断するには、通常の新株発行の無効原因の場合と比べて、より柔軟にこれを認める余地があるのではなかろうか。

どのような事由が新株発行の無効原因となるかは法定されておらず、解

積に委ねられている。判例・学説上、株式譲受人の取引安全の要請、拡大された規模で営業活動を開始した後に資金調達が無効とされる場合に生ずる混乱への懸念から、無効原因は限定的に解すべきであるとして、手続上の法令、定款違反は原則として新株発行の差止事由にとどまり、無効原因ではないと解されている²⁴。

判例は、取締役会の決議を欠く新株発行や株主総会決議を欠く第三者に対する有利発行といった手続面の瑕疵については新株発行の無効原因とはならず²⁵、新株発行の差止命令に違反した新株発行²⁶や公告を欠く新株発行については差止めの訴えの機会を奪うものとして、新株発行の差止請求をしたとしても差止事由がないために、これが許容されないと認められる場合でない限り²⁷、無効原因になると解する。

これに対し、有力説は、非公開会社では、新株が当初の引受人またはその者からの悪意の譲受人の下にとどまっていることが多く、取引安全への配慮は不要であることや、会社法の下では、新株発行無効判決により発行済株式総数は減少し、未発行株式数は元に戻るが、資本金・資本準備金は当然に減少しないことから（会社計算規則25条2項1号・26条）、債権者保護を理由に、従来ほど無効原因を限定的に解する必要性はないとする²⁸。

本判決が引用する最判平成9年は、旧商法280条ノ3ノ2に定める新株発行事項の公示は、株主が新株発行差止請求権を行使する機会を保障するために認められた義務であるのに、会社がこれを懈怠したことは瑕疵の程度が重大であることを根拠として、無効事由とするものである。すなわち、判例は、効力発生後の無効を制限的にしか認めるべきでないことから、効力発生前は募集株式発行の差止請求権が違法な募集新株の発行により不利益を受ける株主等の主要な救済手段となる²⁹。その反面、法定された事前の差止制度が無視される場合には新株発行も無効とすることから、

24 江頭・前掲注1書705頁。

25 最判昭和36・3・31民集15巻3号64頁、最判昭和46・7・16判時641号97頁、最判平成6・7・14判時1512号178頁。

26 最判平成5・12・16民集47巻10号5423頁。

27 最判平成9・1・28民集51巻1号71頁、最判平成10・7・17判時1653号143頁。

28 龍田節『会社法大要』394頁（有斐閣・2007年）、吉本・前掲注15書276頁、江頭・前掲注1書705頁注2。

29 江頭・同。

実際には、事前の差止制度の中で新株発行の違法性を争うことを想定していると考えられる。

しかし、本件は平成9・1・28判決と異なり、会社法上、公示義務違反のない新株発行であるにも関わらず、新株発行の差止めの機会を事実上有しない株主の利益保護のために、新株発行の無効を認めている。これは、前述したように株主は新株予約権を発行の時点でしかチェックできず、行使の瑕疵を事前に質す機会がないことから、新株発行の無効原因を弾力的に解し、事後的な救済を認めたと評価できよう。つまり、行使条件に違反する新株予約権の行使が常に新株発行無効事由になると解するわけではないが、これが新株発行の無効原因となると評価するためには、行使条件違反の重大性の有無が重要な判断要素となり、新株予約権の発行目的に照らして、行使条件が細目的な条件でない限り無効と判断したと考えられる。

(3) 違法な新株予約権の行使による株式発行の効力とその主張方法

違法な新株予約権の行使による新株発行の効力につき、学説は大きく3つに分けられる。第一に、違法な新株予約権の行使に基づき発行された株式は、新株発行無効の訴えをまつまでもなく、当然に無効であるとする(当然無効説)。その理由は、前述した新株予約権の行使による株式発行のように、いつ株式が発行されたかを株主等が認識することが困難なものに提訴期間の制限(会社828条1項2号3号)を課すわけにはいかず、株式発行無効の判決の確定をまつまでもなく、当然に無効と解する³⁰。ただし、この説によると、画一的な処理が図れず、取引の安全を害するおそれがあり、また、当然無効と株式発行の不存在との関係が曖昧になるとの問題が指摘されている³¹。なお、この場合でも、対世的に無効の効力を確定するために、取締役会で新株予約権の行使について無効な決議を行ったときは、当該取締役会決議が無効であることの確認訴権を被保全権利として、会社による新株予約権者に対する株券交付等を禁止する処分を求めること、および新株予約権の行使が、無効で、かつ新株発行の無効の訴え等が必要であると解する場合には、当該訴えの訴権を被保全権利として、会社による新株予約権者に対する株券交付等を禁止する仮処分を求めることができる³²。

30 江頭・前掲注1書650頁。

31 森本・前掲注19文献80頁。

32 江頭・前掲注12文献23頁。

違法な新株予約権の行使による株式発行の効力について

次に、新株発行不存在確認の訴え（会社法829条1号）の対象と解する説がある（不存在確認訴訟説）。この説は、前述の当然無効説を前提に、法的安定性を確保するため、対世効（会社法838条）のある不存在確認訴訟の対象となすとする。この立場に立つと、新株予約権の行使自体が無効であるから、これにより発行された株式の効力も無効であるとの理解とは整合的であるが、不存在確認訴訟には提訴期間の制限がないので、取引安全の保護の見地からは疑問が残る。

最後に、違法な新株予約権の行使による株式発行の無効は、新株発行無効確認の訴え（会社法828条1項2号）によってのみ主張できるとする説（無効確認訴訟説）³³、および、この見解に立ったうえで、提訴期間の起算日は株主等が「新株発行の事実を知りえた日」と解すべきとする説がある³⁴。しかし、この説に対しては、「新株発行の事実を知りえた日」というのが、「株式発行の事実を知ることができるはずであった日」を意味するのであれば、非公開会社においては、原則として1年以内に、発行済株式総数の変更登記あるいは株主総会の開催等により、そういう状況に至るはずであるから、公示がなされないことを理由に一律に提訴期間の起算日を変更する必要性は乏しいのではないかとの疑問が呈されている³⁵。

本件判旨は、新株予約権の行使条件違反を新株発行の無効原因と解しても、提訴期間の制限があり、取引の安全を過度に害することにはならないとすることから、当然無効説を取らない趣旨であると考えられるが、不存在確認訴訟説、無効確認訴訟説のいずれに立つものかは明らかでない。

（４）本判決の射程

本判決の射程は、公開会社では法的安定性や取引の安全の見地から、新株発行の無効事由を制限的に考えるべきとの要請に反するおそれがあることから、行使条件の取締役に対する委任一般に関するものではなく、全株式譲渡制限会社におけるストック・オプション付与目的の「上場条件」に係る限定的な判断と解することが合理的であるとの評価がなされているが³⁶、私見もこれに賛成である。さらに、新株予約権の行使条件の多様性に鑑みると、新株予約権の行使条件の周知性、株主が差止める機会の有無、

33 吉本・前掲注20文献17頁、栗山徳子「批判」商事法研究75号17頁（2009年）。

34 鳥山恭一「批判」法セミ657号125頁（2009年）。

35 森本・前掲注19文献81頁。

36 同。

行使条件違反の重大性などを総合的に考慮することが必要であるとの指摘もある³⁷。

また、本件のような非公開会社では、新株予約権の公正な価額の算定が困難であるから、取締役または新株予約権者に対する損害賠償請求も株主の救済として実効性に乏しいため、無効を認める実益もある。しかし、発行会社が上場会社のように株式に市場価格がある場合には、発行された新株に関する取引の安全を考慮すると、新株の公正な払込金額と新株予約権の行使価額との差額が株主の損害となり、このような財産的損害は、新株発行の無効訴訟ではなく、取締役または通謀引受人の損害賠償責任の追及により回復することが妥当であるとの意見もある（会社法429条1項・285条1項2号）³⁸。

5. 結語—まとめと今後の課題—

新株発行無効の訴えの無効原因の解釈につき、判例は取引安全よりも既存株主の利益を優先する場面があり、最判平成9年判決はまさしくこれに該当することは既にみたとおりである。しかし、本判決もその延長線上にあると単純に評価できるかについては疑問を感じる。直截に言えば、法律上、公示義務違反のない新株発行と公示義務違反のある新株発行を同列に論じて良いものであろうか。確かに、差止めの機会が法律上保障されていない新株予約権の行使による新株発行の場合、権利行使条件違反という瑕疵自体の違法性は、通常の新株発行に比べて低いかもしれないが、どちらがより既存株主の利益保護の必要性が高いかという観点から見れば、前者の場合であることは明らかであろう。その場合、単純に従来の判断枠組みの中で、新株予約権の権利行使条件違反を新株発行の無効原因事由として、柔軟に、弾力的に解すればよいというわけではなく、新株予約権制度の特質から、本来なら募集新株の発行の差止請求で救済すべき部分が、新株発行無効の訴えの中に取り込まれざるを得ないため、権利行使条件違反のような違法な新株予約権による株式発行の効力については、別の視点からの

37 片木晴彦「行使条件に違反する新株予約権の行使に基づいて発行された新株について、新株発行の無効原因があると解された事例」判時2075号201頁（2009年）。

38 吉本健一『新株発行のメカニズムと法規制』78頁（中央経済社・2007年）。

違法な新株予約権の行使による株式発行の効力について

考察が必要となるのではないかと考える。

具体的にどのような判断枠組みが適切なのかについては、明確な基準を提示できるまでには至っておらず、今後の裁判例の集積を待って、再度、検討を試みたい。しかし、その場合の考察の手掛かりについて、次のように整理できると思われる。現在、新株予約権がストック・オプションだけでなく、企業提携や買収防衛策の手段としても利用され、その用途に応じて多種多様な行使条件が付されていることからすると、まず、株主総会が定めなければならない新株予約権の内容として具体的に定められている権利行使条件とそれ以外の一般的行使条件を区別して、取締役会への委任の許否およびその制約について検討する余地がある。そのうえで新株予約権の行使条件の取締役会への委任について、本件のようなストック・オプションの場合とそれ以外の場合で異なるかどうかについて考察する必要があると考える。例えば、ストック・オプションとして新株予約権が発行された場合は、新株予約権が行使され、株式の交付を受けた者は、これを売却して譲渡益を得ることが通常であると思われるから、取引の安全を考慮する必要性が高いと考えられる。これとは異なり、企業提携の手段として利用される場合は、権利行使されてもすぐに株式を売却する可能性は低いであろうし、買収防衛策として利用される場合は、買収者の持株比率を下げる、あるいは事前警告型の買収防衛策の場合は、そもそも新株予約権を行使せず、その発動の可能性を示すことで、買収交渉の時間を確保する、および買収に関する情報を提供させることが目的であるから、取引の安全を考慮する必要性は低いように考えられる。

[平成23年9月30日脱稿]