

〔研究ノート〕

## 募集株式等の発行無効原因の一考察

尾 関 幸 美

1. 問題の所在
2. 判例の見解
3. 検討
4. 残された課題

### 1. 問題の所在

従来、どのような事由が新株発行の無効原因となるかは会社法上、法定されておらず、解釈に委ねられている。判例・学説上、株式譲受人・会社債権者の取引安全の要請から、無効原因は限定的に解するべきであるとして、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<sup>1</sup>。

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、新株発行の無効原因とはならず<sup>2</sup>、新株発行の差止命令に違反した新株発行<sup>3</sup>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、その違法性は深刻であり、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

---

1 江頭憲治郎『株式会社法〔第4版〕』705頁（商事法務・2013年）。

2 最判昭和36年3月31日民集15巻3号64頁、最判昭和46年7月16日判時641号97頁、最判平成6年7月14日判時1512号178頁。

3 最判平成5年12月16日民集47巻10号5423頁。

許容されないと認められる場合でない限り、無効原因になると解する<sup>4</sup>。

これに対し、一部の有力説は、非公開会社においては、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、持株比率の維持に強い関心がある株主にとっては、損害賠償請求が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とする。

また、会社法の下では、非公開会社における募集株式の発行等の手続きが変更された。そのような状況の下、最高裁が違法な新株予約権の行使による株式の発行は無効とする注目すべき判断が表れた。従来判例・通説の考え方が通用するのか、再検討する余地があると考えられる。

本稿は、こうした問題意識を基に、従来判例・学説の議論を整理し、考察の手がかりを得ることを目的とする。

## 2. 判例の見解

### (1) 事実の概要

Y社（被告・控訴人・上诉人）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り、平成15年6月24日、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・オプションを付与するため、取締役が新株予約権を無償で発行する旨の特別決議を株主総会において行った。当該決議では権利行使条件として、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社と対象となる取締役との間で締結する新株予約権割当契約に定めることが決議された。

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A、BおよびC（いずれもYの補助参加人）に対し、合計6万個の本件新株予約権を割り当てる旨の決議を行い、上記②の授権に基づき、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（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（以下「本件割当契約」とする）。

---

4 最判平成9年1月28日民集51巻1号71頁、最判平成10年7月17日判時1653号143頁。

その後、平成17年10月頃からAが収受したりベートをめぐり、税務調査を受け、税務当局から重加算税を賦課される可能性が高いことを指摘され、株式を上場することが困難な上場になった（実際に、これ以降、判決が確定するまで、Y社株式は上場されたことはなかった）。そこで、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も権利行使できるとする変更決議をし、Y社とAらは本件割当契約の内容を変更する旨の契約を締結した。A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社はそれぞれの権利行使日に普通株式を発行した。

Y社の監査役であるX（原告・被控訴人・被上告人）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、したがって、Aらによる新株予約権の行使は本来の行使条件に違反するものであるから、本件株式発行は無効であると主張した。主的には、会社法828条1項2号に基づいて無効を主張し、予備的には本件株式発行は訴えをまつまでもなく、当然に無効であるとしてその確認を求めた事案である。

なお、本件株主総会決議、本件新株予約権の発行および権利行使条件の決定は会社法施行前になされたので、旧商法の規定が適用されるが、本件変更決議および本件新株予約権の行使がなされたのは、会社法施行後であるため、会社法の規定が適用される<sup>5</sup>。

## （2）第1審判決の要旨<sup>6 7</sup>

第1審は、次のように述べて、Xの主位的請求を認容した。

- 
- 5 会社法の施行に伴う法律の整備等に関する法律76条3項、111条1項。
  - 6 東京地裁平成21年3月19日判例タイムズ1304号273頁。
  - 7 第1審の判例評釈として、吉本健一「批判」金融・商事判例1327号5頁（2009年）、鳥山恭一「批判」法学セミナー657号（2009年）、松岡啓祐「批判」月刊監査役577号59頁（2010年）、杉田貴洋「批判」慶應義塾大学法学研究83巻5号（2010年）、片木晴彦「批判」判例時報2075号198頁（2012年）、森本滋「批判」私法判例リマークス41号78頁（2010年）、荒谷裕子「批判」ジュリスト1417号162頁（2011年）、拙稿「批判」成蹊法学75号99頁（2011年）。

① 本件変更決議の効力について

「新株予約権の発行および行使条件の決定は、一般的には取締役会決議事項であるが（商法280条の20第2項6号）、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（同条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。」

「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に反しない限度で、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る。…したがって上場条件を撤廃することは、上記のとおり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権の範囲を逸脱するものといわざるを得ない。」

「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。」

② 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額の払込期日（無償発行の場合には発行日）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し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し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、公開会社にあつ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あつては同一年以内とされている（会社法826条1項2号）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卷

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) 控訴審判決の要旨<sup>8</sup>

控訴審判決は、Xの主位的請求を認容した第1審判決を相当であるとして、控訴を棄却した。その要旨は以下のとおりである。

#### ① 本件変更決議の効力について

「行使条件は、新株予約権の権利内容を構成するものであり、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場合には、株主総会の特別決議及び取締役会の決議により行使条件は確定し、所定の手続きを経て新株予約権が発行されれば、新株予約権者は、当該行使条件を内容とする権利を取得する。いったん発行された新株予約権について新たに行使条件を設け、又は既に定められた行使条件を変更することは、関係者の利害に不測の影響を及ぼしかねないものであり、法令上、新株予約権発行後に行使条件を新たに設け、又は変更することを予定した規定はない。」

「Aらは、本件授権により、行使条件の決定権限とともに、その変更権限も取締役会に授権されたものであって、取締役会には新株予約権の行使条件を変更する権限があると主張する。

しかし、本件授権は、本件総会決議において決議された普通株式6万株を目的とする新株予約権を発行するについてのものであり、新株予約権を発行した後において行使条件を新たに設定し、又は変更する権限を取締役に授与したと認めるに足りる証拠はないから、Y社の取締役会が本件授権に基づいて上場条件等を行使条件として定めてAらと本件割当契約を締結し、6万株全部についての新株予約権を発行したことにより、取締役会にゆだねられた行使条件を定める権限は消滅したというべきである。もっとも、新株予約権の発行後の法改正等により株主等の利害に直接関係しな

---

8 東京高判平成22年1月20日金融・商事判例1392号24頁。

い手続的事項に変更の必要が生じた場合には、取締役会の判断によりその限度で新株予約権割当契約の変更をすることは可能であるというべきであるが、本件変更決議による上場条件の撤廃等がこれに該当しないことは明らかである。

したがって、Y社の取締役会が、上場条件の撤廃等を内容とする本件変更決議をし、これに基づきAらとの間で本件割当契約を変更する合意をしても、従前の行使条件を変更する効力は生じないから、上場条件が充足しないにもかかわらず、Aらが上場条件を撤廃する内容の新株予約権割当契約の変更契約に基づき権利を行使し、権利行使価額の全額の払い込みをしても、Y社がAらを株主として取り扱うことはできないというべきである。」

## ② 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

「新株予約権の発行と異なり、その行使については、公告又は株主に対する通知に関する規定がなく、新株予約権発行後にされた取締役会の違法な行使条件変更の決議に基づき新株予約権者が権利を行使しても、株主がこれを知ることが困難である。また、新株予約権者は、その権利を行使して権利行使価額全額の払込みをすれば、当然に新株予約権の目的である株式の株主となる（会社法282条）から、株主が会社に対し、新株発行の差止めを求めることも困難である。新株発行に関する事項について、商法280条ノ3ノ2に定める公告又は通知を欠く場合には、新株発行差止請求をしたとしても差止めの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、新株発行の無効原因となる（最高裁平成9年1月28日第三小法廷判決・民集51巻1号71頁）ことにかんがみれば、違法な新株予約権の権利行使については、商法280条ノ10所定の新株発行差止めの事由がないと認められる場合でない限り、新株発行無効の訴え（会社法828条1項2号）を提起することができるかと解するのが相当である」。

「本件において、上場条件は、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後、六か月を経過することを行使条件とするものであり、本件総会決議がされた株主総会において、無償で新株予約権を発行する理由として、『当社の業績と株主利益向上に対する経営陣の意欲や士気の高揚を目的と』するとされていたこと……からしても、その重要性は明らかである。そして、本件変更決議は、Aらが前記……認定の経緯で、取締役を辞任せざるを得ない状況に至り、上場条件を撤廃しなければ、新株予約権の権利を行使することがで

きないためにされたことが明らかであり、これらの事情からすれば、Aらの権利行使による株式発行は、株主が不利益を受けるおそれがあり、著しく不公正な方法によるものというべきである。」

(4) 最高裁判決要旨<sup>9</sup>

本件最高裁判決は、会社法828条1項2号に基づき、本件株式発行を無効とした控訴審の判断を是認し、上告を棄却した。要旨は次の通りである。なお、同判決には寺田逸郎裁判官の捕捉意見が付されている。

① 本件変更決議の効力について

「旧商法280条ノ21第1項は、株主以外の者に対し特に有利な条件をもって新株予約権を発行する場合には、同項所定の事項につき株主総会の特別決議を要する旨を定めるが、同項に基づく特別決議によって新株予約権の行使条件の定めを取締役に委任することは許容されると解されるどころ、株主総会は、当該会社の経営状態や社会経済状況等の株主総会当時の諸事情を踏まえて新株予約権の発行を決議するのであるから、行使条件の定めについての委任も、別途明示の委任がない限り、株主総会当時の諸事情の下における適切な行使条件を定めることを委任する趣旨のものであり、一旦定められた行使条件を新株予約権の発行後に適宜実質的に変更することまで委任する趣旨のものであるとは解されない。また、上記委任に基づき定められた行使条件を付して新株予約権が発行された後に、取締役会の決議によって行使条件を変更し、これに沿って新株予約権を割り当てる契約の内容を変更することは、その変更が新株予約権の内容の実質的な変更に至らない行使条件の細目的な変更にとどまるものでない限り、新たに新株予約権を発行したものというに等しく、それは新株予約権を発行するにはその都度株主総会の決議を要するものとした旧商法280条ノ21第1項の趣旨にも反するものというべきである。そうであれば、取締役会が旧商法280条ノ21第1項に基づく株主総会決議による委任を受けて新株予約権の行使条件を定めた場合に、新株予約権の発行後に上記行使条件を変更する

---

9 最判平成24年4月24日民集66巻6号2908頁。本判決の評釈として、弥永真生「批判」ジュリスト1442号2頁(2012年)、鳥山恭一「批判」法学セミナー691号155頁(2012年)、受川環大「批判」金融・商事判例1398号8頁(2012年)、久保田安彦「批判」商事法務1975号19頁・1976号15頁(2012年)、松井秀征「批判」私法判例リマークス46号98頁(2013年)、松井智予「批判」判例時報2184号170頁(2013年)等がある。

ことができる旨の明示の委任がされているのであれば格別、そのような委任がないときは、当該新株予約権の発行後に上記行使条件を取締役会決議によって変更することは原則として許されず、これを変更する取締役会決議は、上記株主総会決議による委任に基づき定められた新株予約権の行使条件の細目的な変更をするにとどまるものであるときを除き、無効と解するのが相当である。

これを本件についてみると、前記事実関係によれば、本件総会決議による本件委任を受けた取締役会決議に基づき、上場条件をその行使条件と定めて本件新株予約権が発行されたものとみるべきところ、本件総会決議において、取締役会決議により一旦定められた行使条件を変更することができる旨の明示的な委任がされたことはうかがわれない。そして、上場条件の撤廃が行使条件の細目的な変更にあたるとみる余地はないから、本件変更決議のうち上場条件を撤廃する部分は無効というべきである。」

## ② 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

「以上のように、本件変更決議のうちの上場条件を撤廃する部分が無効である以上、本件変更決議に従い上場条件が撤廃されたものとしてされた補助参加人らによる本件新株予約権の行使は、当初定められた行使条件に反するものである。そこで、行使条件に反した新株予約権の行使による株式発行の効力について検討する。

会社法上、公開会社（同法2条5号所定の公開会社をいう。以下同じ。）については、募集株式の発行は資金調達の一環として取締役会による業務執行に準ずるものとして位置付けられ、発行可能株式総数の範囲内で、原則として取締役会において募集事項を決定して募集株式が発行される（同法201条1項、199条）のに対し、公開会社でない株式会社（以下「非公開会社」という。）については、募集事項の決定は取締役会の権限とはされず、株主割当て以外の方法により募集株式を発行するためには、取締役（取締役会設置会社にあつては、取締役会）に委任した場合を除き、株主総会の特別決議によって募集事項を決定することを要し（同法199条）、また、株式発行無効の訴えの提訴期間も、公開会社の場合は6箇月であるのに対し、非公開会社の場合には1年とされている（同法828条1項2号）。これらの点に鑑みれば、非公開会社については、その性質上、会社の支配権に関わる持株比率の維持に係る既存株主の利益の保護を重視し、その意思に反する株式の発行は株式発行無効の訴えにより救済するというのが会

社法の趣旨と解されるのであり、非公開会社において、株主総会の特別決議を経ないまま株主割当て以外の方法による募集株式の発行がされた場合、その発行手続には重大な法令違反があり、この瑕疵は上記株式発行の無効原因になると解するのが相当である。所論引用の判例（最高裁昭和32年（オ）第79号同36年3月31日第二小法廷判決・民集15巻3号645頁、最高裁平成2年（オ）第391号同6年7月14日第一小法廷判決・裁判集民事172号771頁）は、事案を異にし、本件に適切でない。

そして、非公開会社が株主割当て以外の方法により発行した新株予約権に株主総会によって行使条件が付された場合に、この行使条件が当該新株予約権を発行した趣旨に照らして当該新株予約権の重要な内容を構成しているときは、上記行使条件に反した新株予約権の行使による株式の発行は、これにより既存株主の持株比率がその意思に反して影響を受けることになる点において、株主総会の特別決議を経ないまま株主割当て以外の方法による募集株式の発行がされた場合と異なるところはないから、上記の新株予約権の行使による株式の発行には、無効原因があると解するのが相当である。

これを本件についてみると、本件総会決議の意味するところは、本件総会決議の趣旨に沿ものである限り、取締役会決議に基づき定められる行使条件をもって、本件総会決議に基づくものとして本件新株予約権の内容を具体的に確定させることにあると解されるところ、上場条件は、本件総会決議による委任を受けた取締役会の決議に基づき本件総会決議の趣旨に沿って定められた行使条件であるから、株主総会によって付された行使条件であるとみることができる。また、本件新株予約権が経営陣の意欲や士気の高揚を目的として発行されたことからすると、上場条件はその目的を実現するための動機付けとなるものとして、本件新株予約権の重要な内容を構成していることも明らかである。したがって、上場条件に反する本件新株予約権の行使による本件株式発行には、無効原因がある。」

### ③ 寺田裁判官の補足意見

本最高裁判決には、株式会社における資金調達と既存株主の保護との関係に関する法改正の経緯等を踏まえた寺田裁判官の補足意見が附している。これは次のとおりである。

「会社法においては、これが実質的に引き継がれて、公開会社が新株予約権を発行する場合には、原則として募集事項の決定が取締役会によって

行われるのに対し、非公開会社が新株予約権を発行する場合には、原則として募集事項を株主総会決議自体で決めなければならないものとされると同時に、取締役ないし取締役会に委任することができる一部の事項の中にも新株予約権の内容は含まれないという扱いに改められた（会社法238条から240条まで、243条、309条2項6号）。旧商法当時は、新株予約権にどのような行使条件を付すかについては株主総会が取締役に決定を委任することができるとする解釈が広くとられていたが、会社法の下では、新株予約権の行使条件のうち少なくともその実質的内容に当たるものは取締役会に委任することができないものとされたと解され、旧商法下でのように取締役会によって上記のような行使条件が決められる余地はなくなった……。」

「株主総会による委任に基づき一旦決められた行使条件を変更できるかどうかについては、法廷意見のとおり、旧商法施行当時の基準として、原則として、決議のあった株主総会当時の諸事情の下における適切な行使条件を新株予約権の発行までに定めることが委任の趣旨であるとみて、以後の変更を許容することが明示されていない限り変更は許されないという考え方に基づき、本件における行使条件の変更が許されないものであるとの結論が導かれるのであって、そのことが当事者の主張に対応する判断として相当である。しかし、本件において、会社法の施行により、会社自体、旧商法施行時の譲渡制限の定め、株主総会決議、取締役会決議及び登記がそれぞれ会社法上の相当存在となって、以後、会社法が適用されることとなり（会社法附則2項、会社法整備法66条1項、2項、76条1項、3項、91条、96条、113条1項）、また、株式及び新株予約権については規定を欠くものの、当然会社法上の相当存在となるものと解されるから、以後の新株予約権のありようを計るには、全て会社法の規定に照らしてみることが本来の在り方ともいえる。そうであるとすると、上記……のとおり、そもそも会社法の下においては新株予約権の内容としての行使条件を取締役会が決めることはできないのであるから、一旦決められた条件を取締役会が変更することなどおよそ許される余地などなく、本件の行使条件の変更が許されないことがより強い形で説明できるようにも思える」。

「かねて、当審は、株式譲渡制限会社において行われるものを含めて、新株発行を無効とすることに慎重であるとみられてきた。補助参加人らが原審判断を判例違反と主張するに当たって引用する2つの当審裁判例が、

その根拠とされるのであろう。しかし、それは旧商法の下で長く新株発行が取締役会の業務執行と位置付けられてきたことにかかわる解釈であると考えられる。

本件での新株予約権行使による株式発行の有効性については、会社法の下で判断されるべきところ（会社法整備法98条1項は、施行時に発行されていない新株予約権の発行手続について旧商法を適用すべきとする規定であり、会社法整備法111条1項は、施行前に提起された新株発行無効の訴えの手続を旧商法等を適用して行うものとする規定にすぎない。）、法廷意見に示されたとおり、第一に、非公開会社における株主割当て以外の方法による募集株式の発行が株主総会の特別決議を欠く状況で行われると、株式発行無効原因となるとの考え方が十分成り立ち、第二に、新株予約権の行使が株主総会の付した行使条件に反している場合には、この行使条件が当該新株予約権を発行した趣旨に照らしてその重要な内容を構成しているものである限り、既存の株主にとって持株比率の在り方が株主総会決議時に想定していたものと異なる形で歪められることになる（取締役会が設置されていない非公開会社（会社法139条1項参照）の既存株主を中心に殊に関心の強い株主構成の在り方までも歪められることになる）点で株主総会決議を欠いた募集株式の発行の場合と基本的な差がないとみることができるのである。そこで、さらに、会社法の下では、もはや取締役会が前記のとおり行使条件の決定を行う余地はないことを正面から受け止めるならば、同法施行前に株主総会が取締役会に委任した結果付された行使条件を施行後は株主総会が付した条件と同視するほかないというべきで、しかも、条件変更は単なる手続違背ではなく、およそ受け入れる余地がない性格のものなのであるから、結局、本件を取締役会による変更後の条件に従った新株予約権の行使による株式の発行については、株主総会決議を欠く募集株式の発行と同視するという結論に至らざるを得ず、したがって、これを無効視する結論がより明確に導かれるように思われる。なお、このように解しても、非公開会社の株式流通には限界があり、取引安全に支障が生ずる余地が限られていることも付言しておくことが適切であろう。もっとも、上記の株主の権利の尊重及び会社運営における決定機関としての株主総会重視という角度からこのような解釈を導くについては、本来、その会社が非公開会社であるかどうかということだけでなく、取締役会が設置されているかどうか、あるいは株式の譲渡承認が株主総会自体によって行われる

かどうか（会社法施行前の有限会社型かどうか）という要素を含めて判断すべきであるという考え方もあり得るであろう。しかし、ここでの解釈においては、非公開会社という法律の定める大枠に着目することが、簡明でありながら、概ねとはいえ相当性を見出せるという意味で、無理がないところといえるように思われる」。

### 3. 検討

#### （1）取締役会決議による行使条件の変更の効力について

従来、新株予約権の行使条件について、株主総会特別決議により委任を受けた取締役会がこれを決定した場合、その後、取締役会の決議のみでこれを変更できるかにつき、会社法の明文規定はなく、また、これを論じた学説はほとんど見当たらなかった。

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。通常の新株発行と異なり、新株予約権の行使による株式の発行は、その仕組上、法定機関により発行決議がなされてから権利行使により株式が発行されるまでに時間的隔たりがある。特に、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。この場合、発行後の状況の変化により、行使条件を変更する必要性が生じることもありうるし、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を事後的に変更することを認める場合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、発行決議に関する法定の決定機関の決議を条件に（会社法238条2項・239条1項・240条）、これを肯定する<sup>10</sup>。したがって、取締役会で募集事項の決議がなさ

---

10 酒巻俊雄＝龍田節編『逐条解説会社法第3巻』245頁（中央経済社・2009年）[前田雅弘]、江頭憲治郎編『会社法コンメンタール（6）』17頁 [江頭憲治郎]（商事法務・2009年）。吉本・前掲注7 文献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。

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ると、既存株主に不利益が生じない変更、たとえば単なる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であるとの見解もある<sup>11</sup>。

他方で、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、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、新株予約権者にとって不利な内容を含む変更であれば、新株予約権者全員の同意を要することになる<sup>12</sup>。

本件においては、平成17年改正前商法下でストック・オプションの付与を目的とする新株予約権が取締役に発行されたが、株主総会決議で、行使条件のすべてが定められたわけではなく、その一部の決定が取締役に委任された<sup>13</sup>。そして、委任を受けた取締役会が上場条件を定めた後、これを撤廃する決議をしたことの可否および株式発行の効力が争われたが、その前提として、行使条件の決定を取締役に委任すること自体を、判例は認めている。

最高裁判決は、株主総会特別決議の委任に基づいて、取締役会決議によりいったん定められた行使条件について、その後の取締役会決議による変更は新たな新株予約権の発行に等しいから、その変更が新株予約権の内容の実質的な変更に至らない行使条件の細目的な変更にとどまらない限り、その発行に株主総会決議を要求する法の趣旨に反すると指摘する。この判断は基本的に、本件第1審判決およびその後の学説の議論の延長線上に位置づけられるが、行使条件の変更に関して株主総会の明示の委任がある場合、あるいは従前の委任に基づき定められた行使条件の変更に留まる場合、取締役会決議による行使条件の変更の余地を認めている。

また、寺田裁判官の補足意見によれば、「会社法の下では、新株予約権

---

11 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1892号39頁（2010年）。

12 江頭編・前掲注10書34頁。

13 平成17年改正前商法の下では、ストック・オプションのための新株予約権の発行は常に有利発行になると解され、株主総会決議を要した。

の行使条件のうち少なくともその実質的内容に当たるものは取締役会に委任することができない」とされる。その理由は、会社法では、非公開会社において新株予約権の募集事項は株主総会で決定されなければならない（会社238条2項・240条1項対照）、非公開会社において新株予約権の募集事項の決定を取締役ないし取締役会に委任する際にも、「その委任に基づいて募集事項の決定をすることができる募集新株予約権の内容」は、株主総会決議で定められなければならない（会社239条1項1号）点にあるとされる<sup>14</sup>。

すなわち、取締役会に委任することができる行使条件の範囲につき、旧商法及び会社法の下で実質的な変更はないことを示していると考えられる。

学説には、「法定の決定機関以外が〔行使条件を〕付す場合には、法定の決定機関による明示・黙示の委任の範囲内でそれが行われる限りにおいて、有効であると解される」として、会社法の下でも、行使条件の決定を法定の決定機関が他の機関に委任できるという見解がある<sup>15</sup>。したがって、この問題につき、判例・学説において結論は一致したと評価できよう。

## （２）行使条件違反に反する新株予約権による株式発行の効力

行使条件に反する新株予約権の行使がなされた場合における株式発行の効力について、本件以前に判断を行った先例はないが、本件第1審から最高裁判決まで、一貫して、形成の訴えである株式発行無効の訴えにより争うことを前提としている。

学説においては、違法な新株予約権の行使による新株発行の効力につき、見解は大きく3つに分けられる。第一説は、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俟つまでもなく、当然に無効であるとする（当然無効説）。その理由は、新株予約権の行使による株式発行の場合、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であり、提訴期間の制限（会社828条1項2号3号）を課すのは妥当ではないからである<sup>16</sup>。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

---

14 新株予約権の行使条件は、会社236条1項各号には列挙されていないが、行使条件が定められた場合、それは新株予約権の内容になる。相澤哲他編『立案担当者による新・会社法の解説』64頁（商事法務・2006年）。

15 江頭編・前掲注10書18頁。

16 江頭・前掲注1書656、740頁。

の関係が曖昧になるとの問題も指摘されている<sup>17</sup>。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とする<sup>18</sup>。

第2説は、第一説の当然無効を前提に、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(会社法829条1号)により、その効力を争う解すべきであるとする(不存在確認訴訟説)。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。

第3説は、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(無効確認訴訟説)<sup>19</sup>。さらに、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もある<sup>20</sup>。しかし、この説に対しては、「新株発行の事実を知り得た日」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<sup>21</sup>。

第1審から最高裁にいたるまで、いずれの判決も取締役会決議による上場条件の撤廃を無効とした結果、従前の上場条件は有効であり、会社が上場していないにもかかわらず行使された新株予約権は、行使条件に違反したものであると考えている。そして、そのような違法な新株予約権の行使

---

17 森本・前掲注7文献80頁。

18 江頭・前掲注10書23頁。

19 吉本・前掲注7文献17頁、栗山徳子「批判」商事法研究75号17頁(2009年)。

20 鳥山・前掲注7文献125頁。

21 森本・前掲注7文献81頁。

による株式の発行は、無効原因に当たるとしたが、その理由付けが、最高裁と第1審とは異なる。

第1審判決が本件株式発行無効原因を認める実質的理由は、新株予約権の行使につき、公告・通知等の公示制度がないことにある。すなわち、新株予約権が行使条件に違反しても、株主がこれを知り、事前に差止請求をすることがほぼ不可能であるにもかかわらず、株式の経済的価値の低下という損害が既存株主に生じるのは、第三者割当による有利発行にかか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た趣旨を没却する。したがって、新株予約権の行使条件違反による株式発行の場合、無効原因があり、このことは公示義務違反による株式発行の場合に、差止事由がない限り、無効原因が認められるとする従来判例の立場とも合致するという<sup>22</sup>。

これに対して、控訴審は第1審と同様に、違法な新株予約権の行使による株式の発行を事前に差し止めることが困難であることを重視し、そのことを端的に無効原因に結びつけ、差止事由がないと認められる場合でない限り、株式は無効となるとしたが、これは大きな問題であるという<sup>23</sup>。こうした一般論を採用した結果、公開会社が有利発行した新株予約権の場合のみならず、新株予約権一般の発行の場合にまで射程が拡張されるからである。

最高裁は、本件株式発行を非公開会社における総会決議を欠く募集株式の発行と同視した上で、非公開会社の募集株式発行規制の趣旨に鑑みて、無効事由を認めるべきであるとの論理を採用する。すなわち、既存株主の持株比率の低下にとどまらず、経済的価値の毀損まで生じる可能性が高いにも関わらず、総会決議を欠くことは、事前の救済手段である差止請求を行使する機会を奪われるに等しいから、株式発行の効力を無効とすることで、救済を図るとする。

### (3) 本最高裁判決の意義と射程

まず、最高裁判決は、違法な新株予約権の行使による株式発行の無効の主張方法については、株式発行無効の訴え（会社法828条1項2号）が類推適用されることを判示しているが、これについては、本件のような非公

---

22 最判平成9年1月28日民集51巻1号71頁。

23 久保田・前掲注9文献21頁。

開会社の場合のみならず、公開会社の場合も妥当すると考えられる。

最高裁判決の判示事項は、①非公開会社において、株主割当以外の方法による募集株式の発行につき、株主総会特別決議を経なかったことは無効原因となり、行使条件に反する新株予約権の行使による株式の発行は、これと同様であることを前提に、②株主総会決議の委任により取締役会が決定した新株予約権の行使条件について、明示の委任なく当該新株予約権発行後に、取締役会がこれを変更しても、行使条件の細目的な変更をするにとどまるものであるときを除き無効であること、③行使条件に反した新株予約権の行使による株式の発行は、当該行使条件が当該新株予約権の発行した趣旨に照らして、その重要な内容を構成している場合、無効原因があると認められることである。

本件取締役会決議による行使条件の変更は会社法施行後だが、株主総会決議による取締役会への行使条件決定の委任は、旧商法下での行為であるから、会社法の下では、その射程をいかに捉えられるかにつき、整理する。基本的に、会社法下でも、同様の解釈をとると考えてよいだろう<sup>24</sup>。すなわち、株主総会の取締役会への新株予約権の行使条件の決定の委任は可能であり、取締役会による事後の変更は、総会の明示の委任がある場合と行使条件の細目的な変更には過ぎない場合のみ、これを認めるものである。

従来、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いないから、解釈に委ねられており、判例・学説上、株式譲受人の取引安全の要請及び、拡大された規模で事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、無効原因を限定的に解するべきであるとして、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ことは前述したとおりである<sup>25</sup>。

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、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とする。しかし、発行会社が上場会社のように株式に市場価格

---

24 久保田・同23頁。

25 江頭・前掲注1書705頁。

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との意見もある（会社法429条1項、285条1項2号）<sup>26</sup>。また、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<sup>27</sup>。

次に、会社法においては非公開会社の募集事項の決定は株主総会に権限があり、無効の提訴権も1年と伸長されていることから、非公開会社において、株主総会の特別決議を欠いた株主割当以外の方法による募集株式の発行は重大な手続的瑕疵であり、法令違反であるから無効となると述べている。

さらに、新株予約権の行使に基づく新株発行についても、①非公開会社であること、②行使条件が新株予約権の「重要な内容」を構成している場合に、当該行使条件に反していること、この2つの要件を満たすものについては、その効力を無効とした。

#### 4. 残された課題

最高裁判決では、「行使条件が当該新株予約権を発行した趣旨に照らして当該新株予約権の重要な内容を構成しているときは」、そのような行使条件に違反する新株予約権の行使による株式の発行には無効原因があると判示している。

他方で、取締役会による行使条件の変更がどの程度許容されるかについて、最高裁は、新株予約権発行後に行使条件を変更できる旨の株主総会の明示の委任がないときには、行使条件の「細目的な変更」以外、行使条件の変更は許されない（変更したとしても無効）と述べている。

第1審・原審および最高裁判決の分析からは、行使条件の「重要な内容」とは何か、また、行使条件の変更が許されない「細目的な変更」とは具体

26 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）。

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

的には何を指すのか、また両者の関係については、曖昧さが否めない。この点につき、補足意見の言うように、細目的内容以外を取締役会が決定した新株予約権の行使による新株発行は、常に株主総会決議を欠くと解すると、無効の認められる範囲が広くなり過ぎるおそれがある。その場合は「重要な内容」の解釈で絞りをかけることが予想される。しかし、実質的な内容の判定基準が「新たな新株予約権の発行に等しい」か否かにあると考えば、取締役会決議が無効となる場合と、無効原因がある場合はほぼ等しくなるので、あまり意味がないだろうと指摘されている<sup>28</sup>。正論であろう。

---

28 松井・前掲注9 文献157頁。