

《判例評釈》

行使条件に反する新株予約権の 行使による株式の発行の効力

南 健 悟

最高裁平成24年4月24日第三小法廷判決（平成22年（受）第1212号新株発行無効請求事件，上告棄却，裁判所時報1555号1頁，判時2160号121頁，判夕1378号90頁，金法1956号88頁，金商1392号16頁）

【事実の概要】

Yは信用保証業務等を目的とする非公開会社である。Yは、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こととし、平成15年6月に、平成17年改正前商法（以下、旧商法という）280条ノ20、280条ノ21及び280条ノ27の規定により、新株予約権（以下、本件新株予約権という）を発行する旨の特別決議（以下、本件総会決議という）がなされた。そして、その新株予約権の内容の中で、以下のような行使条件を付した。その条件とは、(ア)新株予約権の行使時にYの取締役であること、(イ)その他の行使条件は、取締役会の決議に基づき、Yと割当てを受ける取締役との間で締結する新株予約権の割当てに係る契約で定めるところによる（以下、本件総会決議による上記の委任を本件委任という）、というものであった。

その後、Yの取締役会において、補助参加人Zらに対して本件新株予約権を割り当てる旨の決議がなされた。そして、同月、YとZらは、上記決議に基づき、本件新株予約権の行使条件として、Yの株式が店頭売買有価証券として日本証券業協会に登録された後又は日本国内の証券取引所に上場された後6箇月が経過するまで本件新株予約権を行使することができないとの条件（以下、上

場条件という)を定めるなどして、新株予約権の割当てに係る各契約を締結し、Yは、本件新株予約権を発行した。

ところが、Yは株式を公開することが困難な状況になったため、Yの取締役会において、本件新株予約権の行使条件としての上場条件を撤廃するなどの決議（以下、本件変更決議という）がされ、YとZらは上記各契約の内容を本件変更決議に沿って変更する旨の各契約を締結した。Zらは本件新株予約権を行使し、Yはこれに応じて、Zらに対し、合計2万6000株の普通株式を発行した。

以上の経緯から、Yの監査役Xが、Zらによる新株予約権の行使は、行使条件を変更する取締役会決議が無効であるにもかかわらずそれに従ってされたものであって、当初定められた行使条件に反するものであるから、上記新株予約権の行使による株式の発行を無効であると主張して、主的に会社法828条1項2号に基づいて上記株式の発行は無効とすることを求め、予備的に上記株式の発行は当然に無効であるとしてその確認を求めたのが本件である。

第一審（東京地判平成21年3月19日判時2052号108頁）は、第一に取締役会による本件変更決議の有効性について「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」とした上で、「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」として、本件変更決議中、上場条件を撤廃した部分は無効とした。第二に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について「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」とし、Xの請求を認容した。Y控訴。

控訴審（東京高判平成22年1月20日金商1392号24頁）は、まず本件変更決議の有効性について「Yの取締役会が本件授權〔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一筆者註]に基づいて上場条件等を行使条件として定めて参加人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」とし、本件変更決議に従って、「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」とした。そして、本件新株発行の無効原因となるかについては「上場条件…の重要性は明らかであり、「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、参加人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」として、本件新株発行は無効として、控訴を棄却した。Y上告。

【判 旨】

上告棄却。

(1) 本件変更決議の有効性について

「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。」「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) 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

「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〔会社法—筆者註〕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。」「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。」「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。」

（寺田逸郎補足意見）

「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のと解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のであって、募集株式の発行等と同様、非公開会社における株主の権利の尊重への歩みが確実に進められたものといえる。」「(旧商法施行当時の基準として法廷意見が述べたことは相当であるとした上で、しかし、会社法の施行により、会社法の規定に照らしてみることが本来の在り方であるとし) 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はなく、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。」「(会社法の下では、もはや取締役会が行使条件の決定を行う余地がないことを正面から受け止めた上で) 同法施行前に株主総会が取締役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、本件の取締役会による変更後の条件に従って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。」(なお、大谷剛彦は寺田補足意見に同調)

【評 釈】

1. 本判決の意義

本判決は、本件第一審判決が出される以前において、あまり議論されることのなかった、以下の二点について初めて最高裁判決として判断を下したものとして重要な意義を有する。すなわち、第一に、株主総会の特別決議に基づき新株予約権を発行し、その際、一部の行使条件を取締役に委任していたが、新株予約権発行後、取締役会による一部の行使条件を撤廃した決議の効力と、第二に、新株予約権の行使条件違反がある場合に、新株予約権を行使して発行さ

れた株式の発行の効力について、最高裁判所が初めて判断を下したものである。

第一審及び控訴審、そして、最高裁といずれも、第一の論点について、取締役会による一部の行使条件を撤廃した決議の効力について否定し、それを踏まえて、第二の論点について、新株予約権の行使条件に反する新株予約権の行使による新株の発行について効力を否定した事案であるが、第一審、控訴審、最高裁とやや異なる論旨を展開している。

なお、本件新株予約権の発行は、会社法施行日前に決議がされたものであるので、その発行手続については、平成17年改正前商法（以下、旧商法という）が適用されるが、本件新株予約権の行使については、会社法施行日後にされたものであるので、会社法が適用されることを付言しておく（会社法の施行に伴う関係法律の整備等に関する法律98条1項参照）。

2. 行使条件の取締役会への委任と条件変更の可否

(1) 行使条件の取締役会への委任

旧商法において、新株予約権の発行は原則として、取締役会決議によってなされたが（旧商法280条ノ20第2項）、本件のように、いわゆるストック・オプションの目的で取締役等へ新株予約権を発行する場合には、「特に有利な条件による新株予約権の発行」とされていたため¹⁾（旧商法280条ノ21）、また、Yは非公開会社であるため（旧商法280条ノ27）、株主総会の特別決議によって発行されている。本件でも、新株予約権がストック・オプションの目的で取締役に発行されているため、株主総会の特別決議によって本件新株予約権を発行した。しかし、本件新株予約権の発行に当たって、旧商法280条ノ20第2項の新株予約権に関する事項が株主総会において決議されたものの、一部の条件については、取締役会決議に基づいて、割当てを受ける取締役との間で締結する割

1) 旧商法下において、ストック・オプションの目的の新株予約権の発行は、無償発行として整理されていたが、会社法においては、新株予約権の通常の有償発行として整理することも可能となった（相澤哲＝豊田祐子「新株予約権」商事1742号（2005年）18頁）。

当契約で定めるとする本件委任が行われた。

そこで、まず問題となるのは、本件委任の効力である。

本件委任については、最高裁は「(旧商法280条ノ21第1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」と述べ、また、第一審及び控訴審判決も明示的ではないが、許容していることを前提とする。しかし、それに対して、この本件委任の効力について、寺田補足意見は「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に委任することができない」と述べ、旧商法においては委任を許容するが、会社法においては委任できないとする。

ところで、新株予約権の発行について、旧商法280条ノ21第1項本文は「株主以外ノ者ニ対シ特ニ有利ナル条件ヲ以テ新株予約権ヲ発行スルニハ定款ニ之ニ関スル定アルトキト雖モ其ノ新株予約権ニ付テノ前条第二項第一号、第二号及第四号乃至第八号ニ掲グル事項並ニ各新株予約権ノ最低発行価額ニ付第三四三条ニ定ムル決議アルコトヲ要ス」とし、行使条件は旧商法280条ノ20第1項6号に規定されていたことからして、株主総会の特別決議が要求される。そうすると、旧商法の文言に照らせば、原則として、あくまで株主総会の特別決議によらなければならない、取締役に包括的に委任することはできないとも考えられる²⁾。そして、委任できる事項も、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・細目的な事項に限られるとも考えられる。しかし、行使条件は新株予約権の行使を制約するものであるから、その決定を取締役に委任しても濫用のおそれは少ない、取締役会の決定は無制約ではなく、新株予約権付与の目的や株主総会の委任決議の趣旨から一定の制約が課せられる、株主総会は、ストック・オプションのようなインセンティブ報酬

2) 太田洋ほか編『新株予約権ハンドブック(第2版)』〔豊田祐子執筆〕(商事法務, 2012年) 55頁参照。

の具体的内容を決定するには適当な機関ではない³⁾、ということに鑑みれば、本件最高裁判決が述べるように、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考えられる⁴⁾⁵⁾。

しかし、会社法においては、寺田補足意見は、その文言上、新株予約権の行使条件は新株予約権の内容となり⁶⁾、239条1項1号において株主総会において決定すべきこととなっていることから、会社法の下では、行使条件については取締役会に委任することはできないとする。しかし、会社法においても、法定の決定機関による委任の範囲内でそれが行われる限りにおいて⁷⁾、有効と解すべきであろう⁸⁾⁹⁾。確かに、株主総会の特別決議の手續を要求した法の趣旨を潜脱する手段として利用され、取締役会の濫用の危険性は指摘されるが、前述したように、株主総会の委任決議の趣旨による制約がある以上、行使条件の決定を取締役に委任することまでも禁止する必要はない¹⁰⁾。

-
- 3) 吉川信将「一審判批」山口経済学雑誌58巻5号(2011年)166頁も株主総会よりも経営の専門家によって構成される取締役会の方が決定に適した事項があることを述べる。
 - 4) 吉本健一「一審判批」金商1327号(2009年)4頁。
 - 5) このような見解に対しては、取締役会決議で行使条件が決定されるときは公示対象となるのに(旧商法280条ノ23)、株主総会決議で取締役会に委任できるとすると公示されないため(旧商法280条ノ24)、情報開示が不十分となるという反論が考えられるとの指摘もある(前掲註4・吉本6頁註2)。
 - 6) 酒巻俊雄ほか編『逐条解説会社法(第3巻)株式・2 新株予約権』〔前田雅弘〕(中央経済社, 2009年)244頁。
 - 7) なお、荒谷裕子「一審判批」ジュリ1417号(2011年)161頁は行使条件の決定の委任は、その趣旨を明確にした上で、委任の範囲内においてのみ許される旨述べる。
 - 8) 江頭憲治郎編『会社法コンメンタール6 新株予約権』〔江頭憲治郎執筆〕(商事法務, 2009年)34頁。
 - 9) そもそも会社法下において、新株予約権の行使条件を付することができるかという問題もあるが(旧商法280条ノ20第2項6号参照)、条件をつけることは禁止されない(911条3項ハ参照, 前掲註6・前田244頁, 龍田節『会社法大要』(有斐閣, 2007年)309頁)。
 - 10) 久保田安彦「行使条件違反の新株予約権の行使による株式発行の効力〔下〕」商事1976号(2012年)16頁。

(2) 行使条件の変更の可否

そして、本件で最も重要な問題の一つである、株主総会の特別決議によって委任され、取締役会決議により付された行使条件を取締役会が撤廃することはできるかという点について検討する。いったん決定した新株予約権の行使条件の発行後の変更については、明文規定がなく、その可否が問題となる。

この問題について、第一審判決は、いったん決定した行使条件の変更は委任された趣旨の範囲で許容され、本件ではストック・オプションの趣旨に反しない限度か否かによって考えるべきであるとし、本件で問題となった上場条件の撤廃はその趣旨の範囲を逸脱しているから無効であるとした。他方、控訴審判決は、新株予約権を一度発行した場合には、株主総会から授権された権限は消滅するため、基本的に行使条件の変更が認められず、例外的に法改正等により株主の利害に直接関係しない手続的事項に変更の必要性が生じた場合にのみ変更が許容されるとする。そして、最高裁は、行使条件の定めについての委任も、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るとし、行使条件の細目的な変更にとどまるものでない限り、変更決議は原則許されないとする。そうすると、いずれの判決においては変更決議は基本的に許されないと考えているものの、その理由付けに若干の違いが見られる。

第一審判決は、委任された趣旨の範囲内か否かによって判断し、控訴審判決は、そもそも行使条件の変更はいったん新株予約権を発行した場合には、取締役会の変更権限は消滅すると解している。また、最高裁は明示の委任がない限り、または細目的な変更でない限り、変更決議は許容されないとする。

一見すると、異なった理由付けを述べているようにも思えるが、いずれも、株主総会がどこまで取締役会に権限を委譲したのか、という委任の趣旨から判断しているという点で共通しているとも考えられる。すなわち、本件新株予約権の発行がストック・オプションの目的のためであることを前提とした上で、株主総会が取締役会にその目的に沿う形で権限を委譲したということから判断したと考えられる。そうすると、第一審判決における理由付けである、委任さ

れた趣旨の範囲内かという形で判断しているということ、控訴審判決のように本件の授権の趣旨は、本件総会決議に基づいて発行する新株予約権の行使条件について、発行するまでに取締役会が決定すべき旨を授権したにとどまり変更権限までも授権したわけではないと判断しているということ¹¹⁾、そして、最高裁も行使条件を変更することまで権限を委譲していないということ、いずれも、問題は株主総会がどこまで取締役会に権限を委譲していたのかという点に収斂すると思われる。

より具体的にみると、第一審判決は、ストック・オプション制度の性質から導いている。つまり、ストック・オプション目的の新株予約権付与に係る行使条件については理論上合理的な制約が認められることを理由に、取締役に対する委任を認め、さらに、ストック・オプション制度の実施という本件新株予約権付与の目的から、上場条件に相当する行使条件を設けることを委任の趣旨と解したと考えられる¹²⁾。他方、最高裁は、行使条件の定めについての委任については、明示の委任がない限り、一旦定められた行使条件を新株予約権の発行後に適宜に実質的に変更することまで委任する趣旨ではないとし、行使条件の変更は、細目的な変更にとどまるとする。つまり、第一審では、細目的な変更にとどまらず、ストック・オプション制度の趣旨の範囲内であれば、変更できると考えている。この点について、旧法下においては、発行前にいったん株主総会の特別決議による授権を経ている場合には、変更後の新株予約権の内容が、その授権の範囲内に止まるものであれば、新たな授権は必要ないとする見解もみられた¹³⁾。しかし、最高裁は、行使条件の変更についての委任範囲をより限定し、①明示の委任がある場合と、②細目的変更の場合に限り、行使条件を変更できるとして、第一審判決よりも変更の可能性の幅を小さくしている。

第一に、最高裁判決が、行使条件の変更について明示の委任がある場合には変更を認めるが、これは、逆に言えば、黙示の委任がある場合を排除している

11) 杉田貴洋「一審判批」法学研究83巻5号(2010年)72頁参照。

12) 森本滋「一審判批」私法判例リマークス41号2010年(下)80頁。

13) 稲葉威雄『実務相談株式会社法 補遺』〔高田剛執筆〕(商事法務, 2004年)264頁。

ようにも読める。特に第一審判決は、この点を明らかにしておらず、黙示の委任がある場合も変更が認められる可能性を示唆する。この明示の委任が必要とすることについて、決定の委任と変更の委任とでは濫用の危険の大きさが異なるために、決定の委任があったからといって変更の委任があったとは認定できないが、黙示の委任を許してしまうと、変更の委任があったかどうかの認定は困難となるため、明示の委任が要求されるべきとして最高裁判決を支持する見解がある¹⁴⁾。後の紛争予防という観点（委任の趣旨がどこまで及ぶのかということが明らかになる）からも、明示の委任が必要であるように思われる。

第二に、最高裁の細目的変更に限定了な点をどのように考えればよいか。学説において、新株予約権の仕組上、法定機関による発行決議から権利行使による新株発行までの期間が通常の新株発行より長いにもかかわらず、株主には違法・不当な変更、ならびに権利行使を阻止する機会が保障されず、ストック・オプションにおける権利行使期間は長期にわたることも少なくないことから、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が十分あり得ると指摘されている¹⁵⁾。また、発行後の状況変化により、新株予約権の行使条件を変更する必要性が生じた際に、改めて新株予約権の発行手続を最初からやり直すことは煩雑であるため、利害関係者の利益に配慮した上で、行使条件の変更が正当性（必要性・合理性）を有する場合には、これを認めても差し支えないと解する見解もある¹⁶⁾。もちろん、他方で、株主利益の保護を図ろうとする法の趣旨が没却される可能性があることから¹⁷⁾、そのバランスが問題となる。

最高裁判決が述べる「細目的事項」が具体的に何を指すのかが不明であるが、

14) 前掲註10・久保田18頁。ただし、明示の委任を要求すればそれで足りるのではなく、明示の委任があっても、白紙委任までをも許すものではないと指摘する。なお、同見解は、明示の委任の要否は必ずしも本質的な問題ではなく、むしろ委任の趣旨を明らかにすることを要求するほうが重要であるとする。

15) 尾関幸美「違法な新株予約権の行使による株式の発行」江頭憲治郎ほか編『会社法判例百選（第2版）』（有斐閣、2011年）65頁。

16) 前掲註4・吉本4頁、前掲註7・荒谷161頁、前掲註3・吉川168頁。なお、松岡啓祐「一審判批」監査役577号（2010年）63頁も参照。

17) 前掲註15・尾関65頁。

例えば、ストック・オプションなどの場合であれば、取締役が在任中であることを行使の条件とする新株予約権を発行したのち、会社が委員会設置会社に移行した場合に、執行役であっても新株予約権を行使できるように変更することが細目的変更といえようか¹⁸⁾。

そうすると、最高裁判決は行使条件の変更を細目的変更に限っていることに鑑みれば、本件のようなストック・オプションの目的で発行した新株予約権について、以上のようなニーズがあることからすると、やや厳格すぎるきらいがあると思われる¹⁹⁾。しかし、委任の趣旨を明示した委任があれば行使条件を変更することができるのであって、特に問題はないと思われる²⁰⁾。

では、本件のようなストック・オプションの目的で発行した新株予約権が問題となった場合に、取締役会で決定した上場条件を撤廃するという変更はどうか。控訴審判決の認定によれば、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」され、営業の概況において、「将来的な上場を視野に入れて資本の充実を積極的に推進してまいります。」と記載されていたことからすると、ストック・オプションを目的とする本件新株予約権は、「Yの業績向上して株式が上場されれば、取締役も新株予約権を行使して株式を取得しこれを市場で売却することにより利益を受けられることになり、また、株価が上昇するほど新株予約権行使により相対的に安い対価で株式を取得することができるため、取締役が会社の業績を向上させることに強い動機付けができ、このような動機付けを手段として利用することにより、会社の業績向上という会社や株主の利益を図る目的を達成する」ためのものであると考えられる。確かに、非公開会社においてストック・オプションを目的とする新株予約権を

18) 前掲註6・前田245頁参照。

19) 最高裁判決の「細目的変更」と控訴審判決における「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い手続的事項に変更の必要が生じた場合の変更」は、ほぼ同様のものとも考えられる。

20) 前掲註10・久保田18頁参照。

発行することの趣旨として、上場条件の撤廃の際に行使条件変更理由について、新株予約権の行使に柔軟性をもたせ、行使により新たに発行される株式を資本政策等において活用できるようにするとの説明がなされたように、実務上、非上場企業の資本政策としての活用もあり得る。すなわち、株式公開を目指す企業が、ベンチャーキャピタル等に対し普通株式を発行して資金を調達するも、多額の資金調達による経営者の議決権比率が大幅に引き下げられ、経営が不安点になってしまうことを防止するためにストック・オプションを活用することが挙げられる²¹⁾。しかし、新株予約権を発行するときには、経営陣の意欲や士気の高揚を目的とする旨が説明されていることに鑑みれば、株主総会による本件委任の趣旨から逸脱することは明白である。その意味で、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とする判旨は妥当である。なお、行使条件の変更についてより広く幅を認める第一審判決に沿ったとしても、上場条件の撤廃は委任の趣旨から逸脱するものと考えられる。

3. 行使条件に反する新株予約権の行使による新株の発行の有効性

(1) 従来の新株発行無効事由との関連

次に、2で論じたように、本件変更決議が無効とされた場合、上場条件は撤廃されていないことになるため、上場条件が残存し、行使条件が成就していないにもかかわらず、本件新株予約権が行使され、新株が発行された場合の効力はどのように考えるべきかが問題となる。

第一審判決は、行使条件違反の新株予約権の行使によって新株が発行された場合、当該新株発行は、原則、無効となると解している。その理由として、第一に、新株予約権の行使については、公告または通知に関する規定が設けられておらず、新株予約権の払込価格全額の払い込みをして新株予約権を行使した新株予約権者は、当該新株予約権を行使した日に、当該新株予約権の目的であ

21) 山本成男ほか編著『ストック・オプションの活用と実務』（中央経済社、2009年）33頁。他にも、円滑な事業承継・相続対策のための活用も考えられる。

る株式の株主となり（282条）、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が事実上不可能となる点、第二に、それにもかかわらず、行使条件に違反する新株予約権の行使により、株式の財産的価値が低下する点が挙げられる。第三に、取引の安全を過度に害することにはならない上、新株発行に関する公告または通知を欠くことは新株発行の無効原因となるという平成9年最判（最判平成9年1月28日民集51巻1号71頁）とも合致することを挙げる。ただし、例外的に、「細目的」行使条件違反の場合には、新株の発行は無効とならないと示されている。また、これらの理由付けは控訴審判決でも挙げられているものの、やや不明確ではあるが例外的に新株の発行の無効原因とならない場合として「会社や株主の利害に影響を及ぼす本質的な行使条件」違反でなければ新株発行無効事由とはならないことを示唆する。

しかし、最高裁判決はその理由付けと新株発行無効事由について、やや異にする。理由付けとして、非公開会社においては、募集事項の決定は取締役等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（199条）、株式発行無効の訴えの提訴期間も、非公開会社では1年とされていることからすれば、非公開会社については、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であることから、非公開会社における株主総会決議を欠く新株の発行には、その手続に重大な法令違反があることから新株発行無効事由であるとする。ここでは、第一審判決や控訴審判決と異なり、新株発行に関する公告・通知を欠く場合は新株発行の無効事由となる平成9年最判を引用せず、非公開会社における既存株主保護を重視しつつ、より直截な理由付けで新株発行の無効事由になると判示している²²⁾。そして、昭和36年最判（最判昭和36年3月31日民集15巻3号645頁）や平成6年最判（最判平成6年7月14日裁判集民事172号771頁）とは事案

22) 弥永真生「一審判批」ジュリ1442号（2012年）3頁。

を異にすると述べている。では、このことは何を意味するのだろうか。

第一に、第一審判決や控訴審判決で引用された平成9年最判を引用せずに判断を下した点について。そもそも第一審判決や控訴審判決が平成9年最判を引用して、本件新株発行を無効としたのかということを見ると、従来から、最高裁は非公開会社において、新株の発行等の無効が会社債権者等に及ぼす影響を理由に、無効事由を広げることを否定してきたこと²³⁾と関係するように思われる。そして、本件最高裁判決が明示的に排除した平成6年最判は、適法な取締役会決議を欠く新株発行であり、かつ、発行された新株が未だ会社の取締役が保有していたとしても、新株の発行が会社と取引関係に立つ第三者を含めて広い範囲の法律関係に影響を及ぼす可能性があることに鑑みて、無効原因とならないとし、また、昭和36年最判は有効な取締役会決議を欠くとしても、代表取締役が新株発行を発行した以上、これは会社の業務執行に準ずるものといえるから、新株発行無効事由とはならないと判示している。両判決から、従来、最高裁は代表取締役により新株発行がなされる以上、会社の内部的決定である取締役会決議や株主総会の決議に瑕疵があっても新株発行は有効とする一貫した態度を示し²⁴⁾、非公開会社においても株主総会の特別決議を欠く場合であっても同様に有効と考えている可能性があることから²⁵⁾、第一審判決及び控訴審判決は、これら二判決の枠組みではなく、公示・通知を欠く新株の発行を無効とした平成9年最判を引用したのではないかと考えられる。つまり、本件第一審判決及び控訴審判決は、上記平成6年最判や昭和36年最判のように、最高裁が閉鎖会社についてのみ新株の発行の無効事由を広げることを否定してきた経緯に照らせば、別の論理を持ち出す必要があると考えたのではないかと思われる。そして、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こ

23) 江頭憲治郎『株式会社法（第4版）』（有斐閣、2011年）713頁。

24) 山口和男「最判平成6年7月14日判批」判タ882号（1995年）221頁。

25) 来住野究「非公開会社において株主総会の特別決議を欠く新株発行の効力」法学研究（明治学院大学）93号（2012年）198頁。

とを挙げ、新株発行に関する公告または通知を欠いた新株発行を無効とした平成9年最判とパラレルに考えたのではないかと考えられる。

他方、本件最高裁判決は、第一に、なぜ第一審判決や控訴審判決で引用された平成9年最判を引用しなかったのだろうか。そして、第二に、昭和36年最判及び平成9年最判を事案を異にするとして排除したのはどのような意味なのだろうか。まず、前者について、平成9年最判を引用しなかったのは、そもそも本件は公示義務のない事案であり、公示義務違反があった平成9年最判を引用するのが適切ではなかったことが理由として挙げられよう²⁶⁾。次に、後者の昭和36年最判と平成6年最判との関係はどのように考えれば良いのか。前述したように、従来、最高裁は、新株の発行を業務執行の一環として位置づけ、たとえ法定の取締役会決議がなかったとしても、会社を代表する権限のある取締役が新株を発行した以上は、公開会社及び非公開会社を問わず、有効になると考えていたと思われた。しかし、本件最高裁判決は明示的に「会社法上、公開会社(略)については、新株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新株が発行されるのに対し(同法〔会社法—筆者註〕201条1項、199条)、公開会社でない株式会社(略)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新株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」するとして、非公開会社の場合の新株の発行は業務執行に準ずるものとして扱われない旨述べている。従来、最高裁は昭和25年商法改正以降、授権資本

26) 前掲註12・森本81頁は公示義務が課せられていない場合における無効事由を拡大するよりも株式発行に係る個々の手続違法又は募集事項の違法性ないし不当性を理由とする無効事由の拡大を指向することが合理的であると述べる(前掲註10・久保田20頁、前掲註15・尾関65頁参照)。また、受川環大「本件判批」金商1398号(2012年)12頁は公示義務が課されていない株式発行の事案であることから、最高裁としては、株主総会の特別決議を欠く株式発行と捉えるほうが、より適切であると判断したとする。

制度の趣旨から新株発行は業務執行に準ずるものとなったとの理解の下で、本判決が排除した昭和36年最判及び平成6年最判を下してきた。しかしながら、会社法の下では、非公開会社における新株発行の原則的な決定機関は株主総会であり、授権資本制度の残滓は、株主割当ての際の決定機関を定款により取締役会になしうる（202条3項2号）という点に辛うじてみるることができるにすぎず²⁷⁾、会社法制定後においては、非公開会社については、昭和36年最判及び平成6年最判の射程は及ばないと考えたと思われる。つまり、本件最高裁判決が述べているように会社法は「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を保護」することを重視していることから、事案を異にすると判断したものと考えられる²⁸⁾。学説においても、原則として有限会社の資本増加の手続が適用されることになった会社法の下における全株式譲渡制限会社の新株の発行等の無効事由は、従前の株式会社ほど制限的に解する必要はないと指

27) 伊藤靖史ほか『事例で考える会社法』〔伊藤雄司執筆〕（有斐閣，2011年）32頁註14，東京地方裁判所商事研究会編『類型別会社訴訟（第2版）』〔真鍋美穂子＝藁谷恵美執筆／森純子改訂〕（判例タイムズ社，2008年）614頁～615頁参照。

28) この点，平成2年改正商法により非公開会社の株主に新株引受権を付与し（旧商法280条ノ5ノ2），既存株主の持株比率の維持が株主にとって重要な利益であることを認め，新株引受権の無視は新株発行無効事由となると考えられてきた（上柳克郎ほか編『新版注釈会社法 補巻 平成2年改正』〔龍田節執筆〕（有斐閣，1994年）245頁，山下友信「最判平成6年7月14日判批」江頭憲治郎ほか編『会社法判例百選（第2版）』（有斐閣，2011年）206頁）ことから、平成2年改正商法以降、非公開会社についてはそもそも昭和36年最判及び平成6年最判の射程は及ばないと解する余地もある。しかし、非公開会社についても建前としては授権資本制度を採用するものであったから、判例の立場からは無効事由とはならないとすることも十分可能であった（前掲註27・伊藤32頁註14）。また、本件最高裁自身、会社法が非公開会社の株主保護を重視していることを指摘していること、加えて、昭和36年最判は新株引受権を法律上の原則から排除した昭和30年改正商法前の事案であり、新株引受権の有無（昭和25年商法改正により、原始定款によって新株引受権を付与しないこともできたが（大隅健一郎＝大森忠夫『逐条改正会社法解説』（有斐閣，1951年）48頁参照），昭和36年最判はこの点について確認できない）によって結論が異ならない可能性もあり得たと思われる。

摘されており²⁹⁾、最高裁はその流れに与したものと考えられる。会社法施行後、本件最高裁判決が出される前には、会社法においては、提訴期間が非公開会社においては1年であること、非公開会社においては発行された新株が流通する頻度が高くないこと³⁰⁾、新株の募集事項の通知又は公告に関する規定がなく³¹⁾、また、既存株主の保護を重視されていることを理由に、非公開会社において株主総会の特別決議を欠く新株の発行は無効となるとした横浜地判平成21年10月16日判時2092号153頁がある。ただし、本件最高裁判決は、譲渡制限株式の非流通性を挙げることなく³²⁾、新株発行の無効を認めた点は、画期的である。

(2) 「重要な内容を構成している」場合に無効原因となとした点

次に、本件最高裁判決で検討しなければならないのは、どのような行使条件違反の場合であっても、新株発行が無効となるとしているわけではない点である。すなわち、最高裁判決は「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、当該行使条件違反があると、新株発行の無効事由となとした。裏を返せば、行使条件が「重要な内容を構成していないとき」は新株発行無効事由とはならないように読める。この点について、第一審判決は「細目的な行使条件ではないとき」は新株発行無効事由とした。本件の上場条件はいずれの立場であったとしても、新株予約権の重要な条件であるから、当該条件に反する場合には、新株発行無効事

29) 前掲註23・江頭713頁、弥永真生『リーガルマインド会社法（第12版）』（有斐閣、2009年）301頁、吉本健一「新株発行・自己株式の処分の無効事由・不存在事由」浜田道代ほか編『会社法の争点』（有斐閣、2009年）87頁。

30) 従来の学説においても、非公開会社においては、株式が流通する頻度が少なく、取引の安全を保護する必要性が公開会社に比べて小さいことを理由に、新株発行の無効原因となる可能性を指摘する有力な見解があった（鈴木竹雄「新株発行の差止と無効」同『商法研究Ⅲ会社法(2)』（有斐閣、1971年）233頁～234頁参照）。

31) 前掲註25・来住野198頁は、前掲横浜地判には平成6年最判との抵触に対する苦悩が現れていると評する。

32) なお、寺田補足意見はこの点も指摘する。

由であると考えられるが、この第一審判決と最高裁判決の文言の違いはどのように考えればよいのだろうか。

第一審判決の「細目的な行使条件」に反する場合と、最高裁判決の「重要な内容を構成していない行使条件」に反する場合が新株発行無効事由とするが、本件最高裁判決の「重要な内容を構成していない行使条件」の方が概念として広いと考えられる。すなわち、最高裁判決の方が、新株発行が無効となりにくい（新株発行が有効となりやすい）可能性を示唆する。この違いが、どのような意味を有しているのか本判決からは不明確であるが、本件最高裁判決は、第一審判決よりも新株発行無効事由を狭く解しているのではないと思われる。

4. 本判決の射程

最後に、本判決の射程について検討する。

第一審判決については、本件は、非公開会社が、ストック・オプションの付与のために、新株予約権を第三者に有利発行した事案であることから、取引の安全を考慮する必要が少ないことが結論に影響を与えたのであり、本判決の射程を、行使条件の決定・変更を取締役会等に委任した場合一般に関するものと解するには、慎重な検討を要すると指摘されている³³⁾。

第一に、本判決は「非公開会社」の事案であることを強調していることから、少なくとも、公開会社の事案には射程は及ばないと考えられる³⁴⁾。

第二に、非公開会社におけるストック・オプションの付与の事例であることから、その他の目的のため新株予約権を発行した事例についても射程が及ぶだろうか。つまり、取引の安全を考慮する必要が少ない事案に限られるのだろうか。この点については否定的に解したい。なぜならば、寺田補足意見と異なり、新株予約権が行使され、新株が発行され、当該新株が流通していないという点を理由付けとせずに、より直截的に既存株主の保護を重視しているということ

33) 前掲註12・森本81頁、片木晴彦「一審判批」判評617号（2010年）39頁。

34) 前掲註10・久保田21頁は非公開会社に絞って無効事由を拡大しようとする基本的思考の現れであるとする。

に鑑みれば、たとえ新株が流通してしまっていたとしても、広く新株発行無効事由を認めたと考えられる。その意味で、従来の最高裁の立場は、非公開会社の事案においては、大幅に後退したと考えられる。ただし、その代わり、行使条件の委任・変更事例においては、前述したように違反する行使条件が「重要な内容を構成していない」場合には有効とされる可能性は、第一審判決よりも広いため、その意味では射程の広がりには制限されるのではないか。

【付記】本稿は、平成24年度日本学術振興会科学研究費補助金（若手研究（B）課題番号22730090）の研究成果の一部である。