

新株予約権の有利発行規制の一考察

——MSCB（転換価額修正条項付転換社債型新株予約権付社債）と
MSSO（行使価額修正条項付新株予約権）を素材として——

川 口 幸 美

- 1 はじめに
- 2 新株・新株予約権の有利発行を巡る規制の沿革
- 3 新株予約権の有利発行の判断基準の考察
- 4 日本証券業協会の自主規制の検討
- 5 結語

1 はじめに

(1) MSCB・MSSO とは

MSCB (Moving Strike Convertible Bond) とは、普通株式への転換権が付与され、その転換価額が定期的に修正される転換価額修正条項付転換社債型新株予約権付社債のことである。例えば、毎月1回または週1回程度、株価の変動に伴い、転換価額が株価の約90%に修正される仕組みになっている。通常は、転換価額は株価に連動し、上方にも、下方にも修正される内容になっているが、現実には発行直後から株価が下落する傾向があり、その結果として下方にのみ修正されるケースが多い⁽¹⁾。そして、転換価額が下方に修正されるほど、権利者が転換できる株式の数が増加することになる。

一三四

(1) 奥総一郎「事業再生企業を対象にした下方修正条項付転換社債(MSCB)」銀行法務21第656号42頁(2006)。

日本企業が初めて発行した MSCB は、1986 年に、三菱商事株式会社がユーロ市場で起債した米貨建分離型引受権付社債である⁽²⁾。その後、国内市場では、2003 年 12 月にいすゞ自動車が野村證券に第三者割当て発行したのを皮切りに急増した。このように、MSCB のうち、証券会社を引受人として第三者割当て発行する方法を、特に MPO (Multiple Private Offering) という。

近年、もっとも発行が盛んだった 2005 年の発行案件総数は 134 件で、発行総額は 1 兆 505 億円に上る⁽³⁾。これは同年のエクイティ・ファイナンスの発行総額の約 28% に相当する。また、2005 年に、ライブドアがニッポン放送の株式を取得するために必要な資金、約 800 億円を調達するために発行したことで、一躍その名を世間に知られるようになった。

ところが、2007 年に入ってから、MSCB の発行額は、前年同期に比べると急減している⁽⁴⁾。その理由として、MSCB がマスコミ等に取り上げられ、株式への転換が大幅に進むと 1 株利益が急速に希薄化し、既存株主から新株主への財産的利益の移転が生ずるという問題点が明らかとなり、株主からの批判が相次いだこと、および日本証券業協会（以下単に日証協とする）が事態を重く見て、自主規制の動きを加速し、2007 年 7 月に規則を制定・施行したことが挙げられる。また、これと並行して、日証協の要請を受けた東京証券取引所やジャスダック証券取引所も上場企業に対し、資金使途や発行条件等の情報開示の充実を要請するようになった影響も考えら

(2) 松本啓二『クロス・ボーダー証券取引市場とコーポレート・ファイナンス』93-96 頁（きんぎい・2006）。

(3) 日本証券業協会「会員における引受審査のあり方・MSCB の取り扱いのあり方等について—会員における引受審査のあり方等に関するワーキング・グループ最終報告」別紙 2 を参照。本報告書は日本証券業協会のウェブサイト (<http://www.jsda.or.jp/html/houkokusyo/hikiuke4.html>) から入手可能である。

(4) 2007 年 1 月から 7 月の発行額は 554 億円であり、前年同期に比べると 95% 減だと言う。平成 19 年 8 月 14 日付日経新聞朝刊 15 頁参照。

れる⁽⁵⁾。

確かに、MSCBは事業再建の局面にある、または公募増資が難しい新興企業にとって、手続きが簡単であり、かつ機動的な資金調達を可能にする魅力的なエクイティ・ファイナンスであることは否定しえないが、その反面、空売り等と組み合わせることにより、株価の大幅な下落を招き、既存株主に不利益をもたらすこともまた事実である⁽⁶⁾。

さらに、これと前後して登場したのが、MSSO (Moving Strike Stock Option：行使価額修正条項付新株予約権)である。これは権利行使価額に修正条項がついており、株価に連動して上方あるいは下方に修正される新株予約権のことである⁽⁷⁾。MSCBと同様、会社法上は有利発行および株式の希薄化の問題が発生する可能性は高い。そして、MSCBと異なる点は、MSSOは権利行使されて初めて発行企業に資金が入る仕組みであるから、資金獲得までに時間がかかり、しかも確実にいくら調達できるかが発行時点では不明瞭なため、発行企業からすると、資金調達手段としてはMSCBよりも優れているとは言えないだろう。

しかし、MSSOは資金調達手段というより、買収防衛策として利用され、新株予約権の有利発行に該当することを理由に、裁判所がその発行を差し止める仮処分をすでにいくつか出している⁽⁸⁾。

(5) 東京証券取引所は、平成19年6月15日上場会社各社に対して、MSCB等の発行を行う際には、流通市場への影響および株主の権利に十分配慮すること、調達資金の用途、発行条件等について適切な情報開示を行うことを要請し、7月1日から原則として公表予定日の1週間程度前までに開示内容等について事前相談することを求めている。

(6) 拙稿「修正条項付転換社債型新株予約権付社債 (MSCB) の会社法上の問題点」駒澤大学法学部研究紀要第65号1頁 (2007) 以下参照。

(7) MSワラントと呼ばれることもある。「試練の新興株市場 (第1回)」平成18年12月13日付日経新聞朝刊16頁参照。しかし、会社法では新株引受権は新株予約権に統合されているから、MSCBとパラレルにMSSOと呼ぶ方が適切であろう。

(8) ①サンテレホン事件 (東京地決平成18・6・30金融・商事判例1247号

これらの事件で問題とされたのは、社債部分のない募集新株予約権のみの有利発行であるが、行使価額が下方修正されるほど、予約権の行使による発行株式数が増加し、株式の著しい希薄化が生じることになれば、これは明らかに株主平等原則違反であり、MSCBと同様の問題を抱えていると考えられよう。諸決定では、新株予約権に行使価額の下方修正条項や取得条項がついている場合の有利発行の判断基準が問題となっている。また、2007年の秋以降、特に新興市場において、新株予約権の大量発行が相次ぎ、有利発行規制への疑問が浮上している⁽⁹⁾。

本稿はかかる問題意識を基に、新株予約権の有利発行に関する規制と近時の仮処分事件の判断基準を分析し、これらが既存株主の利益の保護という観点から見て適切か否か、とりわけMSCBの発行により生じる株式の著しい希薄化の問題との関係を検討する。会社法の制定前後で、問題の状況が変化したか、会社の資金調達の便宜と既存株主の利益保護実現のために、いかなる発行規制、及び有利発行の判断基準が望ましいかについて考察を試みることにしたい。

(2) MSCB について

まず最初にMSCBの特徴について簡単に触れておく。企業が事業再建

6頁・判例タイムズ1220号110頁)、②TRNコーポレーション事件(東京地決平成18・1・17商事法務1756号56頁)、③オープンループ事件(札幌地決平成18・12・13金融・商事判例1259号14頁)の3件がある。

(9) 「空費される資本新興株市場(上)モック、新株予約権を大量発行、株主利益失った個人」平成19年10月4日付日経新聞朝刊16頁、「空費される資本新興株市場(下)アライブ、低い価格の予約権、横行する有利発行」平成19年10月5日付日経新聞朝刊16頁、「NOVA、新株予約権を大量発行、ジャスダック、対応に苦慮——規制手段なく」平成19年10月24日付日経新聞朝刊16頁、「タスコ迷走する資本政策(上)個人株主置き去り——度重なる資金調達、低迷は続く」平成19年12月19日付日経新聞16頁等。

のために資金調達する手段として、MSCB を用いる場合の発行条件の特徴は、①新株予約権の発行価額が無償であり、②新株予約権の行使に際しての払込金額が普通株式の時価に連動して定期的に修正され、③社債は無利息であることが挙げられる。一般に、社債の償還期限までに新株予約権が行使されて普通株式に転換されることが想定されているが、これを促進し、容易にするために、転換価額（行使価額）を普通株式の時価の約90%の価格に修正することになっている。

なぜ、多数の事業再生中の企業がMSCBを利用するのか。このような企業は既存の借入金の返済や設備投資・リストラのために資金調達の必要性は高いが、通常の運転資金以外を用途とする新規の借入は有利子負債が増加するだけで、財務内容の改善は図れない。その一方で、増資による資金調達は公募増資を含め、引受人を探すことが困難である。仮に引受人を確保しても、時価を著しく下回る価格での有利発行でしか増資を行えないことが多い。ところが、MSCBによれば、通常の借入や増資の問題点を回避し、経営不振な企業であっても円滑な資金調達を可能にし、かつ自己資本を増強して財務内容を改善することができる点に、その理由があると考えられる⁽¹⁰⁾。

また、なぜMSCBを発行した企業の株価がその後下落しやすいのか。通常、MSCBを引受ける証券会社は、そのMSCBあるいは下方修正条項付転換権（株式オプション）をヘッジ・ファンド等に販売するが、彼らにとって最小のリスクで最大の投資収益を上げる方法は株式を貸株市場から借りてきて、空売りすることである。すなわち、株式を空売りして、株価が下落すれば同時に転換価額も下がり、下がり切ったところで転換権を行使して、取得した株式で借株の現物渡しをすれば、収益を確定させることができるからである⁽¹¹⁾。

(10) この他に、証券会社の多額の引受手数料も理由として挙げられる。

(11) 奥・前掲注1文献43頁注(2)参照。

現行法の下では、こうした空売りのリスクを完全に排除することは難しいが、これを極力軽減すべく、近時は発行会社が随時 MSCB を償還できるコール・オプション条項を入れることもあるという⁽¹²⁾。

本稿で問題とするのは、このような優良な MSCB ではなく、転換価額に下限を設けていない、あるいは下限が非常に低く設定され、空売り等と組み合わせると、株式の著しい希薄化といった既存株主の利益を犠牲にして、引受人が一方的に利得するような悪質な MSCB であることを予め断っておく。

2 新株・新株予約権の有利発行を巡る規制の沿革

(1) 昭和 25 年 (1950 年) 商法改正

昭和 25 年商法改正以前は、新株発行による資本増加の場合、定款変更の手続きを要するから、必然的に株主総会の特別決議を経ることとされていた(昭和 25 年改正前商法 342 条 1 項、343 条 1 項、348 条)。当時、既存株主の経済的利益を保護する特別の規定は用意されていなかったが、これは、株主総会の特別決議を経ずに行われた新株発行は、資本増加無効の訴えの無効原因となることから(昭和 25 年改正前商法 371 条⁽¹³⁾)、株主総会の特別決議を通じて、既存株主は適宜自らの利益を保護できると考えられていたからであろう。

昭和 25 年商法改正により、授権資本制度が採用され、基本的に新株発行の権限が取締役に認められるようになった(商法第 280 条ノ 2 第 1 項)。し

二
九 (12) 奥・同 46 頁参照。MSCB 発行後に不自然な普通株の大量の売りが出て、引受証券会社から納得のいく説明が得られなかった場合、いつでも発行企業はこれを償還することができる。コールがかかれば片方のポジションのみが消えて、逆サイドのリスクのみが残存するので、証券会社は迂闊に空売りや株式オプションの売却をすることができなくなる。

(13) 田中耕太郎『改正会社法概論』723 頁(岩波書店・1939)。

かし、有利発行については、事前の株主総会の特別決議を要する現行法の原型を未だ成してはいなかった。昭和 25 年改正当時の商法によれば、「会社ノ設立ノトキニ定メラレタル会社が発行スル株式ノ総数ニ付株主ニ対スル新株ノ引受権ノ有無又ハ制限ニ関スル事項若シ特定ノ第三者ニ之ヲ与フルコトヲ定メタルトキハ之ニ関スル事項」を定款に記載することが定められていた（昭和 30 年改正前商法 166 条 1 項 5 号後段）。

また、「株式ノ発行価額其ノ他発行条件ハ発行後ニ之ヲ均等ニ定ムルコトヲ要ス但シ新株ノ引受権ヲ有スル者ニ対シ有利ニ之ヲ定ムル場合ハ此ノ限り在ラズ」とあり（昭和 41 年改正前商法 280 条ノ 3 但書）、この規定の但書から新株引受権者への有利発行は当然に認められると解されていた⁽¹⁴⁾。つまり、特定の第三者の新株引受権に関する事項を定款の相対的記載事項とし、これによって新株引受権を認められた者に対しては、当然に有利な発行価額をもって新株発行を行うことが可能であった。したがって、新株引受権者である第三者に新株の有利発行が行われる場合、既存株主が自らの経済的利益を守る方法は存在せず、公募で新株発行が行われる場合のみ、新株発行の差止請求権の行使（昭和 41 年改正前商法 280 条ノ 10）、ないし取締役等の責任追及が可能であった。

さらに、持分的利益の保護についても、新株引受権に関する規定を始めとして、特段の規定は設けられていなかった。これは、株主総会の決議があることを理由に、既存株主の利益が適宜保護されると考えられていたためである⁽¹⁵⁾。

（2）昭和 30 年（1955 年）商法改正

次に、昭和 30 年商法改正は、既存株主の新株引受権の有無を従来の絶対

(14) 鈴木竹雄＝石井照久『改正株式会社法解説』205 頁（日本評論社・1950）、鈴木竹雄「改正法上の新株引受権」『商法研究Ⅲ』180 頁（有斐閣・1971）等参照。

(15) 大森忠夫『注釈会社法（5）』29 頁（有斐閣・1968）参照。

的記載事項から除外し（商法 166 条 1 項 5 号前段を削除）、原則として、既存株主には新株引受権を与えないものとした。そして、前述した昭和 25 年改正法の下で問題となっていた、第三者割当による新株有利発行の場合に、既存株主が経済的利益を保護する手段を有していなかったことに対し、昭和 30 年改正では、新たに定款に第三者に新株引受権を付与することに関する規定を置くことを廃止し（商法 166 条 1 項 5 号後段を削除）、また、第三者に新株引受権を付与する必要がある場合、株主総会の特別決議を経ることを要求した（昭和 41 年改正前商法 280 条ノ 2 第 2 項⁽¹⁶⁾）。

当時は、新株引受権者に対して、当然に有利な発行価額で新株発行ができることと解されていたが、特に第三者に対してこれが付与される場合、既存株主の経済的利益を保護するために一定の規制を設けた。つまり、この改正法は、第三者に新株引受権を付与する場合一般につき、株主総会の特別決議を要求したが、そこで規制対象として念頭に置かれていたのは、第三者に対して有利な発行価額で新株発行する場合であると言われている⁽¹⁷⁾。

このような、いわば事前の規制手法を採用した理由は、当時の立法資料からは明らかではないが、わが国の証券市場の非効率性ゆえに非合理的な新株の有利発行がなされる蓋然性が高いとの認識を背景に⁽¹⁸⁾、おそらく新株有利発行の局面において、既存株主を当該意思決定に参加させ、自らの経済的利益を保護させることが望ましいとの価値判断がなされていたのではないかとの評価がある。すなわち、公開会社を想定した場合、効率的な証券市場の機能を十分に期待できれば、発行会社の新株発行時の株価は、新

二
七

⁽¹⁶⁾ 昭和 41 年改正前の商法 280 条ノ 2 第 2 項は、「株主以外ノ者ニ新株ノ引受権ヲ与フルニハ……第三百四十三条ニ定ムル決議アルコトヲ要ス」と定めていた。

⁽¹⁷⁾ 鈴木・前掲注 14 書 180 頁以下参照。

⁽¹⁸⁾ この点については、例えば河本一郎＝大武泰南『証券取引法読本〔第 4 版補訂版〕』101 頁（有斐閣・2000）以下を参照。

株有利発行による調達資金の運用までを織込み済みの価格であるといえる。そうであれば、新株有利発行の合理性を判断する手がかりを取締役および株主に与えることになるから、非合理的な有利発行が成されても、事後の責任追及は比較的容易であり、これに既存株主の保護を委ねる規制の選択もありえたかもしれないとの見解がそれである⁽¹⁹⁾。

(3) 昭和 41 年（1966 年）商法改正

昭和 30 年改正により、新株発行に株主総会の特別決議を要求したことは、その後、買取引受との関係で問題となった⁽²⁰⁾。昭和 41 年改正は、この問題を解消するために、商法 280 条ノ 2 第 2 項の適用範囲を、既存株主に経済的損失を与える場合、すなわち新株の有利発行の場合のみに限定した。これにより、現行法に承継されている新株の有利発行の規制の原型が完成することとなった。

(4) 平成 13 年商法改正

新株予約権とは、平成 13 年 11 月改正で新しく採用された概念であり、これを有する者（新株予約権者）が会社に対して行使したときに、会社から株式の交付を受ける権利を言う。通常、新株予約権の行使は予め定められた一定期間（行使期間）内に、予め定められた一定の金額（行使価額）の払込みをすることによって行う。新株予約権者が権利を行使すると、会社はこの者に対して新株を発行するか、あるいは自己株式を交付する義務を負う。

平成 13 年 11 月改正以前は、平成 9 年商法改正により導入されたインセンティブ報酬の性質を有するいわゆるストック・オプション、転換社債、新株引受権付社債の場合にのみ、会社がライターとなって付与する会社の

(19) 松井秀征「新株有利発行規制に関する一考察」『商事法への提言－落合誠一先生還暦記念論文集』383 頁（商事法務研究会・2005）。

(20) この経緯について、上柳克郎編『新版注釈会社法(7)』61-62、68-69 頁（有非閣・1986）が詳しい。

株式のコール・オプションの発行を認められていた。これが、平成13年11月改正により、このようなオプション単独の発行を一般的に認め、新株予約権制度を導入し、誰に対しても発行できるようにし、また譲渡も可能となるよう法整備を行った。そして、改正以前の転換社債の転換権と新株引受権付社債の新株引受権についても名称を変えて、新株予約権に統合された。

（5）平成17年会社法改正

会社法上、新株予約権付社債は、「新株予約権を付した社債」と定義され（会社法2条22号）新株予約権に関する規定（同法236条以下）と社債に関する規定（同法676条以下）の双方が適用される。ただし、新株予約権付社債を引受ける者の募集については、新株予約権の規定のみが適用され、社債の規定は適用されない（同法248条）。また、新株予約権付社債に関する規定も、旧商法のように新株予約権付社債に関するまとまった規定はなく、（旧商法341条ノ2以下）、若干存在するだけである（会社法236条2項、254条2・3項、292条等）。

新株予約権の募集事項の決定は、株主総会で行うことが予定されているが（会社法238条2項）、取締役・取締役会（同法239条1項。委員会設置会社の場合は執行役）に委任することができ（同法416条4項）、公開会社では取締役会で、募集新株予約権付社債の新株予約権の内容を含めた募集事項を定めて発行する（同法236条1項、238条1項、240条1項）。募集事項は、①募集新株予約権の内容・数（同法238条1項1号）、②募集新株予約権と引換えに金銭の払込みを要しないこととする場合にはその旨（同法238条1項2号⁽²¹⁾）、③②以外の場合には、募集新株予約権の払込金額またはその算定方

(21) これに該当するのは、取締役等に対し、職務執行の対価として付与する場合（いわゆるストック・オプション）、払込みに代わる現物給付等を認める場合（会社法246条2項）、何らかの理由で発行を受ける者に有利な条件で付与する場合（会社法238条3項1号）等である。江頭憲治郎『株式会社法〔第2版〕』702頁注（8）（有斐閣・2008）参照。

法(同法246条1項3号)、④募集新株予約権の割当日(同法238条1項4号)、⑤募集新株予約権と引換えにする金銭の払込みを要するときはその期日(同法238条1項5号、246条1項)、⑥募集新株予約権が新株予約権付社債に付されたものであるときは募集社債に関する事項(同法238条1項6号、676条)、⑦⑥の場合において、当該新株予約権の買取請求の方法につき別段の定めをするときはその定め(同法238条1項7号)の各事項を定めなければならない。

会社法制定以前、新株予約権付社債の新株予約権部分を「特ニ有利ナル条件」で、第三者に対して発行する場合には、株主総会の特別決議を必要とし(旧商法341条ノ3第3項が旧280条ノ21第1項を準用)、予約権の内容が、これを引受ける者にとって、「特ニ有利ナル条件」になっているにもかかわらず、株主総会決議を経ないで発行したMSCBは無効ということにもなりかねなかった⁽²²⁾。ただし、新株予約権付社債については、発行無効の訴えの制度が存在せず、下級審がこれを認めていなかったため⁽²³⁾、MSCBの発行無効を事後的に裁判で争うことは、現実には困難であると考えられていた。

会社法では、新株予約権の有利発行とは、①払込みを要せずに無償で発行し、それが引受ける者にとって「特ニ有利な条件」である場合と、②払込金額が新株予約権を引受ける者に「特ニ有利な金額」である場合を意味し、この場合、募集株式と同様に株主総会の特別決議を要し、取締役は理由の説明を要するものとされた(同法238条2項、239条1項、240条1項、309条2項6号)。さらに、新株予約権の発行無効の訴えの制度も明文で規定され、新株予約権付社債の社債発行の部分も新株予約権の発行の無効判決により、無効となることが明らかになった(同法838条⁽²⁴⁾)。

(22) 藤原総一郎「事業再生におけるMSCBの有効性と法的考察」銀行法務21第656号49頁(2005)。

(23) 東京高判平成15・8・20金融・商事判例1196号35頁(2004)。

(24) 江頭・前掲注21書715頁。

実際に、日本で発行されている新株予約権は、インセンティブ報酬として取締役や従業員に付与するストック・オプション、資金調達として発行する新株予約権付社債、株主優待として発行されるもの、買収防衛策の4つに大別できる。

3 新株予約権の有利発行の判断基準の考察

(1) 「特に有利な条件等」とは

MSCB・MSSOが株主以外の第三者に対して発行される場合、会社法上、特に有利な条件の新株予約権を付した新株予約権付社債の発行として、株主総会の特別決議が必要とされるのかが問題となる(旧商法341条ノ3第3項。会社法238条3項、240条1項、238条3項)。

この点、会社が法令・定款に違反し、または著しく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を請求することができると会社法は定めている(会社法247条)。そして、公開会社において募集新株予約権の引受人に、特に有利な条件等による第三者割当・公募による発行が株主総会の特別決議を経ずに行われる場合(会社法240条1項)、これは法令・定款違反に該当し、発行差止事由となる。

新株予約権の有利発行の是非の判断につき、実務では、日証協の第三者割当増資の有利発行の該当性に関する自主ルールを考慮して⁽²⁵⁾、下方修正された転換価額が当該修正前の数日間における株価平均値の90%以上と

二
三
(25) これは平成元年8月8日に改定されたもので、「取締役会決議の直前日の終値又は直前日を最終日としこれより遡る6か月以内の任意の日を初日とする期間の終値平均に0.9を乗じた価額」以上にするという算定方法であった。丹羽昇一「『時価発行増資に関する考え方』の一部改定」商事法務1191号26頁(1989)参照。その後、平成15年3月にこのルールは、原則として発行決議直前の株価を基準とするよう改められた。しかし、事情により6か月以内の「適当な期間」の株価平均をとる処理も認めている。

されている場合、有利発行には当たらないと考えているようである。また、裁判例にもこの自主ルールを重視するものが多く⁽²⁶⁾、これに従っていけば適法とする処理が実務上は確立していたとの見方もある⁽²⁷⁾。

しかし、上場会社の新株発行の場合に、発行決議日における株価から10～15%のディスカウントが許容されてきたのは、第三者割当増資の場合、引受人が発行決議日から最低でも15日間の株価下落リスクに晒されることや、株式数が一時的に増加することによる需給面からの株価下落の可能性が考慮されていたためである。転換（行使）請求から株券の受領までのわずかの期間しか株価下落リスクに晒されることがなく、しかも転換権（予約権）行使の時期を自由に選択できるため、リスク・コントロールを柔軟に行えるMSCBの引受人の立場は、第三者割当の増資の引受人のそれとは大きく異なる点に留意すべきである。転換社債の場合には、行使期間は数ヶ月以上にわたるのが通常であり、新株発行の場合のような株式発行時におけるディスカウントの必要性は特に存しないはずである⁽²⁸⁾。

また、平成13年商法改正以前は、転換社債・新株引受権付社債の発行に関し、当該社債の払込金額が、そのコール・オプション部分の価値と社債利率等から計算される普通社債の価値との和を大きく下回れば有利発行であるとの観念が確立していなかった。これは、関係者の間に当該社債に付されたコール・オプション部分の金銭的価値を厳密に評価すべきであるとの姿勢が乏しかったためで、経済実体から見る限り有利発行が頻発し、既存株主が損害を受けているのではないかとの懸念が指摘されていた⁽²⁹⁾。同

(26) 東京地決平成元・9・5判例時報1323号48頁、大阪地決平成2・7・12判例時報1364号104頁、東京地決平成16・6・1判例時報1873号159頁。

(27) 江頭・前掲注21書681頁注（3）参照。

(28) 「スクランブル下方修正条項付のCB・優先株式の問題性」商事法務1705号118頁（2004）参照。

(29) 江頭憲治郎「ストック・オプションのコスト」『商事法の展望－新しい企業法を求めて竹内昭夫先生追悼記念論文集』174頁（商事法務研究会・

改正前商法においても、新株引受権付社債に付された引受権の行使により、発行すべき株式の払込金額に対し、一定の制限が加えられていたが、これはコール・オプションがほとんど無償で社債権者に付与されることを防止する目的のものであったが、理論的根拠に乏しい不十分な規定であったと考えられている（平成13年11月改正前商法341条ノ8第3・4項）。

この点、平成13年改正は、コール・オプション部分（新株予約権）の評価の透明性を確保することにより、既存株主と新株予約権者間の利害の公正化を図ることを目的としていた⁽³⁰⁾。

平成13年11月改正商法では、新株予約権付社債について、社債の発行価額と新株予約権の行使価格が同一であることが要求されていたため（旧商法341条ノ3第2項）、改正以前の転換社債と同様の商品性を維持するには、新株予約権の部分が無償発行するしかなかった。その場合、新株予約権はそれ自体としては特に有利な条件での付与となるものの、その分を社債の利率等で埋め合わせたような場合には、新株予約権の公正価額を含めて、その点が明らかにされれば、有利発行には当たらないと解して良いと考える必要があったとされている⁽³¹⁾。このような考え方からは、転換社債や新株引受権付社債の条件の有利性を社債発行の時点で判断するしかない。その理由は、転換時または新株引受権行使時ではなく、社債の発行時に社債の応募額に相当する金銭が会社に払込まれるからであると説明されてきた。そして、転換社債または新株引受権付社債の発行時において、転換価額または新株引受権の行使価額が株価以上でないと、有利発行になると説かれ、実務もこれに従ってきたからである。

これに対し、学説上、有利発行の判断は、転換権または新株引受権自体
一
二
一
の価値を基準として判断すべきであると批判がなされていた。平成13年
11月改正は、前述したとおり、新株予約権についての一般的な規定を設け

1998) 参照。

(30) 江頭・前掲注21書705頁注(2)。

(31) 神田秀樹『会社法(第10版)』295-96頁注(2)・(3)(弘文堂・2008)。

たため、新株予約権付社債の場合についても、整合性を取ることが適切である。したがって、学説の立場に立ち、コール・オプション（新株予約権）自体の価値を基準として、有利発行に当たるかどうかを判断することが妥当であると考えられる⁽³²⁾。

そして、後述するが、会社法の下では、特に有利な条件・金額の判断は、新株予約権自体の価値を測定し、それを基準にして、有利発行か否かを判断することが判例・学説上通説になりつつある。実務では、新株予約権自体の価値の測定は、オプションの価値を測定するブラック＝ショールズ・モデルや二項格子モデルといったオプション評価理論に基づく算定式を利用している⁽³³⁾。本稿では、これらのオプション評価モデルの理論的な評価には立ち入らないが、重要なのはこうした理論モデルを用いることで、コール・オプションの合理的な評価方法、および一定の幅をもった合理的な評価額が存在するという点である⁽³⁴⁾。

（2）新株予約権の有利発行差止請求仮処分事件

次に、新株予約権の有利発行の差止請求を巡る近時の仮処分決定を見ることにする。

（a）サンテレホン事件－東京地決平成 18・6・30 金融・商事判例 1247 号 6 頁（2006）－

ダルトン・インベストメンツ株式会社および JMBO（債権者）は、サンテレホン株式会社（債務者。東証 1 部上場・大証 1 部上場。発行済株式総数 3510 万 5138 株）の取締役会が三菱 UFJ 証券に下方修正条項がついた募集新株予約権（MS ワラント）を発行することを決議したことに対して、これが有利発行であるにもかかわらず株主総会の決議を経ていないことを理由に、
 発行の仮差止めを求め、裁判所はこれを認容した。サンテレホンが発行し

(32) 神田・同書 296 頁。

(33) 神田・同書 145 頁注（1）参照。

(34) 江頭・前掲注 21 書 705－706 頁。

ようとした募集新株予約権には、取締役会が取得日を定めたときは払込金額で新株予約権を取得することができるとする取得条項が付されており、オプション価額の算定において、この取得条項をどのように考慮すべきかが問題とされた。

本件募集新株予約権の発行条件は、発行する募集新株予約権総数が200個、募集新株予約権の目的たる株式の種類と数は普通株式336万個、募集新株予約権の払込金額は予約権1個あたり9万1000円、募集新株予約権の行使に際して払込みをなすべき1株あたりの金額（行使価額）は当初997円、権利行使期間は平成18年7月4日から平成20年7月3日までであった。

この権利行使価額には修正条項が付いており、毎月第二金曜日（決定日）の翌取引日以降、決定日までの3連続取引日における東京証券取引所のサンテレホンの普通株式の普通取引の毎日の終値の平均値93%に相当する金額に修正される。ただし、修正後の権利行使価額の下限は499円、上限は1495円とされた。

さらに、本件募集新株予約権には取得条項が付されており、これによると、サンテレホンの取締役会が取得日を定めたときは、その2週間前までに会社法273条および274条所定の通知または公告を行うことにより、本件新株予約権の全部または一部を1個につき9万1000円の払込価額で取得することができる。そして、この取得条項に基づいて、全部が取得される場合には、行使価額にかかる通知・公告がなされた直前3取引日の終値平均値の110%に修正されることとなっていた⁽³⁵⁾。

サンテレホンは二項格子モデルを用いて、この取得条項の存在は公正な
一 オプション価額を下げる要素と考慮し、経済合理性の見地から、取締役会
九 は行使期間の初日である平成18年7月4日に取得日の決定をするはずであるから、取得条項がない場合と比べて、オプション価額を低く算定する

(35) 本件募集新株予約権にはさらに譲渡制限も付されていた。

という修正を加えた結果、9万1000円が公正なオプション価額であると主張した。

これに対して、ダルトン側は、第一に本件のように権利行使価額の下方修正条項が付されていること自体が、新株予約権者に著しく有利であり、まったくリスクを負わずに確実に利益を得ることが出来る内容の新株予約権を発行するのは、定性的に有利発行に該当すると主張した。この点に関し、裁判所は特に判断を示していないが、仮に、新株予約権の行使それ自体によって確実に利益を得ることができるとしても、どれだけの利益を期待できるのかを考慮して新株予約権のオプション価額が算定され、実際の払込金額が定められている限りは、少なくとも新株予約権の発行時点では引受人に利得があるとはいえない。したがって、それを有利発行と見るのは妥当ではなく、本件のような場合にも、やはりオプションの理論価額を基準として、それよりも特に低い価額で発行されているか否かを判断すべきである⁽³⁶⁾。

また、ダルトンらは専門の第三者機関に評価を依頼し、この報告書から、同じく二項格子モデルを採用したものの、オプション価額の算定において、取得条項の存在をまったく考慮しない場合、154万4730円から210万5544円が公正なオプション価額であると主張した。

裁判所は、取得条項の存在は、本件募集新株予約権者がサンテレホンの取締役会の決定等によって株式を取得するオプションを失うことを意味するから⁽³⁷⁾、オプション価額を下げる要素として一応考慮すべきものであるとしつつも、サンテレホンの募集新株予約権発行の目的が、社債の償還費

(36) 久保田安彦「サンテレホン事件－取得条項付新株予約権と有利発行の判断基準－」『別冊金融・商事判例 M&A 判例の分析と展開』148頁（経済法令研究会・2007）。

(37) 新株予約権の内容として、取得条項が定められている時、発行会社がこれを行行使すると、新株予約権者は権利行使をして株式を取得・転売するなどの利得する機会を喪失するから、一般には取得条項の存在は新株予約権の理論価値を引き下げる要因となる。

用として借入れた 25 億円の返済であることから、行使期間の初日に取得日の決定をすると、資金調達をの目的を達成できないことなどを理由として、行使期間の初日に取得日の決定がされない可能性が高い本件の場合、取得条項がないものとして算定されたオプション価額を検討する必要があるとした。そのうえで、取得条項を考慮せずに算定したオプション価額の最安値である 154 万 4730 円を 9 万 1000 円にまで引き下げる合理的な理由を直ちに見出すことはできず、サンテレホンの募集新株予約権は有利発行に該当するとして、その発行を差止める決定をした。

ちなみにニッポン放送事件で、ニッポン放送が発行した新株予約権にも、本件の取得条項に相当する消却条項が付されていたが、同社は消却条項の存在を考慮せずに新株予約権のオプション価額を算定し、払込価額を決定したので、消却条項をいかに考慮すべきかについて判断とされなかった。その代わりに、同事件では算定にあたり、新株予約権の行使にともなう株式価値希薄化の可能性をいかに考慮すべきかが争われたのに対し、本件では問題となっていない。この可能性もまた、オプション価額を引下げる要素となりえるが、本件ではこの点をまったく考慮せずに算定しているからである。もっとも本件新株予約権については、もともと目的となる株式の数が比較的少なく、最大希薄化率も比較的小規模だったので、希薄可能性はさほど大きな問題にならなかったのではないとの指摘がある⁽³⁸⁾。

サンテレホンによれば、本件新株予約権の取得条項が付される目的は、第一に、当初の予想に反して株価が下落すると債務者ひいては株主の不利益な状況が起り得るので取得条項を用意しておく必然性があること、第二に、株価が下限行使価額以下になる場合には株価回復の見込みのない限り行使は見込めないこと、第三に資金調達の必要性がなくなった場合や、他の資金調達手段がより有利となった場合への対策にあるという。確かに、そういった可能性が皆無とはいえないが、本件の事実認定の下では、あま

(38) 久保田・前掲注 36 文献 148 頁参照。

り現実的な議論とはいえないように思われる。

本決定は、新株予約権の公正なオプション価額を算定する際に、取得条項の存在を考慮する余地を取締役に認めつつも、それに一定の制約をかけようとするものであると評価できる。すなわち、考慮する際に、いつ、どの程度取得条項が行使されるのかについて、取締役会は予測することが求められるが、そうした予測が新株予約権の発行目的に照らして不合理な場合は、取得条項の考慮は認められないと示したと理解されよう。

サンテレホン、今回の新株予約権の発行の目的は、平成 18 年 4 月 5 日に行われた社債の償還費用として借入れた 25 億円の返済に充てることにあると主張している。発行の真の目的がどこにあったのかについては憶測の域を出ないが、自己株式を売却して現金を入手したいのなら、わざわざ後払いかつ行使価額の修正といった価格変動リスクのある新株予約権で処分する必要性は乏しく、立会外分売等で売却すれば十分であろう。したがって、新株予約権の発行を選択した理由は、株式の流動性を急速に下げないことと、会社が好ましくないと思っている特定の大株主等による買占めを避けられることにあると考えるのが素直であるといえよう⁽³⁹⁾。

さて、本件を考える上で興味深いのは、サンテレホン側は新株予約権が行使された折には新株の発行は行わず、自己株式を交付する可能性があることをプレスリリースで表明している点である⁽⁴⁰⁾。裁判所の決定において

(39) ダルトンと JMB は平成 13 年 10 月から、サンテレホンの株式の取得を開始し、平成 16 年 4 月と 17 年 2 月にサンテレホンに対し、経営改善等について具体案を提案したがこれを拒否された。また、株式の買取りについて交渉が持たれたが、決裂し、JMB からサンテレホンの業務提携先の検討が要求されたが、これも拒否したという経緯があった。この間も 2 社はサンテレホンの株式の買増しを進め、平成 18 年 5 月 9 日の時点で、普通株式 959 万 4000 株を保有するに至った。

(40) サンテレホン株式会社 HP にある、平成 18 年 6 月 16 日付け「第 1 回新株予約権発行に関するお知らせ」参照 (<http://www.suntel.co.jp/ir/pdf/20060616ir.pdf>)。

は、この点はまったく考慮されていないようであるが、仮に、サンテレホンが自己株式の交付で新株予約権の行使に対応するならば、通常、MSCBやMSSOにおいて問題視される一株価値の希薄化は起こりえないので、事件の意味合いが異なってくる。すなわち、債権者側が、サンテレホンは新株予約権が行使された場合に新株発行を行わず、自己株式の引渡しを行うと予測しているのならば、今回の仮処分の申立ては、一株価値の希薄化による既存株主の経済的損害の発生ではなく、自己株式が三菱UFJ証券の手に渡り、あるいはそこから第三者に転売されることで、自分達を脅かすような大株主が現れることを警戒した結果の行動と見ることもできる。

ただし、貸株の空売り等により株価が下落することで、行使価額が下方修正されれば、会社が取得できる現金が減少し、会社資産への損失を受けるわけだから、新株予約権が行使された場合の株券引渡しを自己株式で行ったとしても、既存株主への経済的損害が発生する可能性があるのも事実である。

(b) オープンループ事件—札幌地決平成18・12・13金融・商事判例1259号14頁(2007)—

本決定は、新株予約権の有利発行性の判断基準が争われ、特に新株予約権の行使価額の修正条項が公正なオプション価額の算定にいかなる影響を与えるかが、直接の問題となった事件である。株式会社クオンツ(債権者)は、株式会社オープンループ(債務者。資本金47億7099万2974円、発行可能株式総数25万株、発行済株式総数8万8321株、大阪証券取引所ヘラクレス市場上場)の発行済株式総数の10.42%を、さらにその完全子会社と合わせると20.67%を保有していた。オープンループの取締役会は、クオンツとその完全子会社が急速に株式を買集めたことに対し、対抗策として、企業価値向上のための買取防衛策としての情報開示ツール、取締役等に対するストック・オプションの発行、授權資本枠の拡大等を含む定款変更議案の付議を決定する一方で、平成18年11月29日開催の取締役会で本件募集新株予約権の発行を決議した。その目的は、純粹持株会社体制下におけるグループ

各社の効率的・積極的運営、グループ子会社に対しての資本強化、投資專業子会社による投資事業の強化、その他、グループ全体が安定的に事業展開を行うための遂行資金の追加的調達にあるとした。

本件募集新株予約権の内容は、発行する募集新株予約権の総数 200 個、募集新株予約権の目的たる株式の種類は普通株式、募集新株予約権の目的たる株式数は行使請求にかかる募集新株予約権の数に 1000 万円を乗じ、これを行使価額で除した数、募集新株予約権の払込金額は予約権 1 個あたり 5 万円、募集新株予約権の行使に際して払込みをなすべき 1 株あたりの金額（行使価額）は当初 11 万 2650 円、権利行使期間は平成 18 年 12 月 15 日から平成 20 年 12 月 12 日までで、割当先はリーマン・リミテッドであった。

本件募集新株予約権には行使価額の修正条項が付されており、債務者が募集新株予約権の保有者に対し、書面による事前通知を行った場合には行使価額が修正されることになっていた。この場合、行使価額はかかる通知がなされた日の直前の週の最終取引日を最終日とする 3 連続取引日の大阪証券取引所における債務者の普通株式の普通取引の毎日の終値の平均値 92% に相当する金額に修正され、その後、毎週の最終取引日を最終日とする 3 連続取引日の大阪証券取引所における債務者の普通株式の普通取引の毎日の終値の平均値の 92% に相当する金額に修正される。修正された行使価額の上限は当初行使価額 11 万 2650 円とし、その下限は当初 1 万 8775 円とされていた。そして、行使価額の下限についても修正の可能性がある、連続した 10 取引日の大阪証券取引所における債務者の普通株式の普通取引のブルームバーグ・サービスのエクイティ-VAP ページにおける、普通取引の売買高加重平均価額（当該連続取引日）の単純平均値が直近の下限価一
二
四
額を下回った場合、下限価額はその翌取引日より直近の下限価額の 70% または 9387 円のいずれか高い方の額に再設定されると定められていた。

なお、本件新株予約権には取得条項も付されており、債務者は平成 18 年 12 月以降、取締役会が本件募集新株予約権の取得を決議した場合は、これ

が定める取得日において残存する募集新株予約権の全部または一部を、当該取得日の1ヶ月前までに公告および通知をした上で、払込金額と同額で取得することができるものとされた（会社法273条2項、274条3項および293条1項）。

これに対し、クオントスは、下方修正条項が付された募集新株予約権について、その払込金額が有利発行であるのに株主総会の特別決議を経ていないこと（会社法240条1項、238条2項・3項2号、309条2項6号）、また著しく不公正な発行であることを理由として、発行の差止めを求める仮処分命令の申立てをしたのが本件である。

本件の争点は、第一に新株予約権の有利発行となる場合とはいかなる場合か、第二に公正なオプション価額を算定するためにいかなるオプション理論を採用すべきか、第三にオプション価額の算定にあたって、①行使価額の修正条項の存在、②行使期間の制限条項および本件取得条項の存在を考慮すべきか、ということである。これらの条項は、一般的には、オプション価額を低下させる方向に作用すると考えられるが、どの程度低下させるかについて、取締役会が判断することになる。言い換えると、行使価額の修正に関して、取締役会の裁量がどの程度認められるのが問題となった事件である。本稿の考察の中心は第三の問題点であるが、前二者について簡単に触れると、新株予約権の有利発行とは、公正な払込価額よりも低い価額による発行をいうところ、公正な払込価額とは、現在の株価、行使価額、行使期間、金利、株価変動率等の要素をもとに、オプション評価理論に基づき算出された募集新株予約権の発行時点における価額、すなわちオプション価額を指すと解されている。そして、これは公正なオプション価額と呼ばれるが、取締役会で決定された払込金額とを比較し、後者が前者を大きく下回るときは、原則として募集新株予約権の有利発行に該当すると示されている。また、第二の問題については、ブラック＝ショールズ・モデルは、株式オプション価額を評価するモデルとして、実務において一般的に用いられているものであるから、これを用いて算定した価額に修正

を加えるという方法が不合理とは認められないとする。

他方で、債権者が提出した報告書において用いられたモンテカルロ・シミュレーションや二項格子モデルも許容している。また、参考までに挙げるが、ニッポン放送事件では三項格子モデルが、TRN コーポレーション事件ではブラック＝ショールズ・モデルが、サンテレホン事件では二項格子モデルが、それぞれ株式オプション価額を評価する算定式として採用され、裁判所は特定のオプション評価モデルを否定したことは今のところない。つまり、裁判所としては実務で一般的に用いられているオプション評価モデルであれば、それにより算出されたオプション価額を尊重し、特定のオプション評価モデルを採用するかによって、有利発行の該当性の是非が直接的に左右されることはないと考えていると解してよいだろう⁽⁴¹⁾。

ただし、すでに指摘されているように、いずれのオプション評価モデルを採用したとしても、その算式に代入する数値、特に株価変動率(ボラティリティ)をどのように算出するかによって、オプション価額は大きく変動し、そこに算定者の恣意性が働く余地があることは否めない⁽⁴²⁾。このような現状を鑑みれば、本決定がオプション価額を検討するにあたり、複数の評価モデルにより算定された価額を検討している点は適切であると評価できよう。

第三の問題点であるが、公正なオプション価額は、基本的にいずれの評価モデルを用いても、現在の株価、行使価額、金利、株価変動率等の要素を基に算出される。オープンループが発行しようとした募集新株予約権は、直近6ヶ月間の株価の終値平均が3万2140円であったにもかかわらず

(41) 若松亮「新株予約権の有利発行該当性についての考察—オープンループ事件決定（本誌1259号14頁を題材に）—」金融・商事判例1271号5頁（2007）参照。 二二

(42) この点については、オプション評価理論のボラティリティの評価に関する概説を読めば一応の理解は得られると思うが、問題の存在を分かりやすく指摘したものに、証券取引法研究会編『転換社債型新株予約権付社債の理論と実務』26-29頁（商事法務研究会・2003）参照。

ず、当初行使価額はその3倍以上の11万2650円と定められていた⁽⁴³⁾。さらに、前述したとおり、修正条項によりオープンループが被割当人に書面で事前通知をすると、その日以降、その直前の週の最終3取引日の終値平均値の92%に行使価額が修正される仕組みとなっていた。そして、この修正された行使価額の上限は当初行使価額11万2650円とし、その下限は当初1万8775円とされた。

本件では、オプション評価モデルに代入する行使価額の算定において、このような下方修正条項を考慮すべきかが、主要な争点となった。

オープンループは、公認会計士と税理士から新株予約権の公正な評価額に関する意見書を取得し、これを検討した上で本件募集新株予約権1個あたりの払込価額を5万円と決定したことから、本件は有利発行ではないと主張した。この意見書では、ブラック＝ショールズ・モデルを採用し、財務状況が改善し、かつ、通常ポストへの復帰が達成できれば株価が11万2650円に回復することも十分可能であるから、本件修正条項により行使価額が修正される可能性は低いとして、当初行使価額の11万2650円を基準として、オプション価額を算定すべきとし、募集新株予約権1個あたりの公正なオプション価額を3万2933円とした。本件募集新株予約権の発行当時、同社の株式は管理ポストに割当てられていた。

これに対し、クオインツは修正後の価額を行使価額とすべきであると主張し、裁判所は書面による事前通知によって行使価額を修正できるが、通知がなされない可能性もあること、および事前通知を行うか否かについて条件等が付されていないことから、取締役会の判断のみで行使価額を修正できることは認めた。しかしながら、会社法が第三者へ新株（予約権）の有利発行をする場合に株主総会の特別決議を必要としているのは、取締役会の一みの判断で既存株主に損害を与えることを防止する趣旨であることからす

(43) なぜ、オープンループが募集新株予約権の当初行使価額を、このような高い水準に設定したのか。その理由はおそらく株式の希薄化を小さく見せかける意図であったと推測できる。

ると、有利発行性を判断する際には、取締役会が自由に決定できる裁量の範囲内の最も低い金額を行使価額の基準とすべきであると示した。そして、本件修正条項には債務者による書面通知に何の条件も課せられていないことから、債務者の取締役会は自由に事前通知を行うことができるとして、修正後の価額を行使価額とすべきであると判断した。

次に、募集新株予約権の行使期間の制限条項および強制取得条項についても検討する。本件募集新株予約権には、債務者が被割当人に対して別段の通知を行わない限り、行使期間中の特定日において、行使が一時停止される旨の行使期間制限条項および債務者が当該取得の日の1ヶ月前までに公告および通知をした上で、払込金額と同額で取得できる旨の強制取得条項が存在した。

本決定は、この点について直接の判断は下さずに、仮に本件取得条項に基づく通知がなされたとしても、その場合の行使期間制限条項を考慮しないオプション価額は、モンテカルロ・シミュレーションによると募集新株予約権1個あたり95万円を超え、合計では1億9000万円を超えることが認められる。これを大幅に下回る金額である1000万円まで下げる合理的な理由は見当たらず、本件募集新株予約権の発行は有利発行に当たるとして、その発行の差止めを認容する判断を下した。

会社法施行以前に、任意償却条項（会社法における取得条項に相当する）が付された新株予約権が有利発行にあたるとして、仮差止めが認められた例にTRNコーポレーション事件がある⁽⁴⁴⁾。同決定は、会社が公正なオプション価額を算定するに際して、いわゆるブラック＝ショールズ・モデルを採用したことは不合理ではないとした上で、「任意償却条項があることによって、公正なオプション価額について14万4665円を大幅に下げる合理的な理由を見出すことは困難である」とした。つまり、任意償却条項の存

(44) 東京地決平18・1・17 商事法務1756号56頁(2006)。本件は判例集未搭載であり、詳細は残念ながら分からない。

在が公正なオプション価額を低下させる要因となることをある程度認めておきながら、結論としては、その算定の基礎とした権利行使期間の設定に関し、新株予約権の発行条件では約1年10ヶ月と定めているにもかかわらず、任意償却条項を根拠に行使期間を、行使可能開始日の1日だけであるとの前提で発行価額を算定することは不合理であるとして、有利発行に当たると判断した⁽⁴⁵⁾。

本決定は、募集新株予約権の有利発行を判断する基準については、従来の裁判例の立場を踏襲しつつ、より精緻化したと評価できる。つまり、第三者への募集新株予約権の発行が有利発行に当たらないというためには、払込金額がオプションとして公正な評価額を下回ってはならない。その判断に用いる行使価額に下方修正条項が付いている場合は、取締役会はこれを考慮することができ、取締役会が自由に決定できる裁量の範囲内の最も低い金額を基準とすることが示されたと言えよう。

(3) 考察

近時の新株予約権の有利発行を巡る仮処分事件では、「特に有利な金額」とは(会社法238条3項2号)、公正な払込金額よりも特に低い価額による発行を指し、また、「公正な払込価額とは、現在の株価、行使価額、行使期間、金利、株価変動率等の要素をもとにオプション評価理論に基づき算出された募集新株予約権の発行時点における価額(以下「公正なオプション価額」という)をいうと解される」から、取締役会が決定した払込金額が、公正なオプション価額を大きく下回るときは、原則として、有利発行に該当すべきであると判示されている⁽⁴⁶⁾。この点については、平成13年11月改正でオプションの概念が採用されたことを契機に、従来の学説が指摘してきたオプション評価モデルを用いてコール・オプション部分の価値を基に判断す

(45) 同。

(46) 前掲注8 サンテレホン事件、オープンループ事件参照。

ることが適切であるとの見解と平仄を合わせたものであり、異論がないであらう。

上に見たように、サンテレホン事件、オープンループ事件、および TRN コーポレーション事件においては、行使価額に下方修正条項が付された募集新株予約権の公正なオプション価額が問題となったが、共通して言えることは、裁判所はオプション評価モデルの当否自体は、それがブラック＝ショールズ・モデル、二項格子モデル、モンテカルロ・シミュレーションのいずれであろうと、一般的なものである限り、問題にしていない。むしろ、そこで問題としているのはオプション評価モデルの算定要素であり、オプション価額を下げるために用いられた取得条項および行使価額の修正条項を、取締役会が払込価額を決定する際に考慮すべきか、その場合、どの範囲まで考慮することが許容されるかである。

オープンループ事件では、裁判所は「有利発行をする場合に株主総会の特別決議を必要としているのは、取締役会のみ判断で、既存の株主に損害を与えることを防止する趣旨であることからすると、有利発行性を判断する際には、取締役会が自由に決定できる裁量の範囲内のもっとも低い金額を基準とすべきである」と示した。

一般的な新株予約権および下方修正条項が付されている新株予約権の有利発行の判断基準については、本稿で見た裁判所の判断は妥当であると考ええる。なぜなら、結局のところ、コール・オプションの金銭的価値は一義的に決まるものではなく、いずれの評価方法によっても合理的な評価方法、およびある一定の幅をもった合理的な評価額を算定し得るにすぎない。ましてや、行使価額の下方向修正条項や行使期間制限条項が付いている場合には、いわばコール・オプションにさらにオプションが付されているから、取締役会がその価値を極めて低く評価するのは、理屈としては当然であると言えるだろう。そのうえで、資金調達機動性・必要性あるいは買収防衛策としての妥当性までを考慮した上で、新株予約権の発行方法や時宜を決定するわけであるから、まさしく経営判断事項であり、取締役会

に与えられた裁量の範囲内に属するといえるだろう。

しかし、この考え方を MSCB のケースにまで適用して良いかは、甚だ疑問である。なぜなら、これらの決定で示された基準を前提とする限り、オプション評価モデルを使って公正なオプション価額を算定する際に、取得条項および行使価額の修正条項等がある場合、取締役会が採用しうる公正なオプション価額の幅の中で、常に最低価額を用いて払込金額と比較し、その有利発行性を判断すべきであるということは、既存株主にとって、その結果発生する株式の希薄化が最大値になる不利な金額を採用することを意味するからである。

この点、会社法制定以前、MSCB は新株予約権部分について、大抵、無償で発行されていたが、これは社債と密接に関連し、発行にあたって社債の引受けにより、発行体に相当額の資金が入ること、また、社債の利率が無利息になっていることとのバランスから、新株予約権の発行価額が無償であるからといって、直ちに有利発行とは考えられないという見解もあった⁽⁴⁷⁾。これは、MSCB も新株予約権を行使された場合には、会社からすると修正された転換価額で新株発行を行うことと基本的に異ならないから、新株発行と同様の基準である修正後転換価額が決定日の株価の90%以上に定められている限り、有利発行に該当しないとする日本証券業協会の自主ルールの合理性を裁判所が容認したことをその根拠とした⁽⁴⁸⁾。しかしながら、この自主ルールは、通常増資の場合の発行価額をその前提とするが、MSCB の場合は事情が異なり、新株予約権というオプションの価値をゼロと評価するも、それから値下がりのリスクのない一定時点の株価を基準とする転換価額の算定方法と、定期的に株価に連動して修正される転換価額の算定方法を同列に論じることは不適切であることは言うまでもない⁽⁴⁹⁾。

(47) 新家寛「MPO をめぐる法的問題—有利発行か否か—」旬刊経理情報 1021号 16頁（2005）。

(48) 東京地決平成16・6・1金融・商事判例1201号15頁（2004）。

新株予約権付社債の発行価額から当該社債に含まれる普通社債相当部分を控除して得た差額が、新株予約権付社債に付された新株予約権の払込金額であるとして、この差額（払込価額）と公正なオプション価額を比較することによって有利発行に当たるかどうかを判断すべきであるとの指摘がなされている⁽⁵⁰⁾。傾聴に値する見解だろう。

結論としては、MSCBの発行により、既存株主が被る株式価値の希薄化による損害との関係で新株予約権の有利発行を判断する際には、本稿で見た事件の判断基準は適切ではないし、十分であるとはいえない。直感的な理解であるが、MSCBとMSSOは似て非なるものであり、オプション単体ではなく、社債にオプションが乗っているまったく別のものとして理解する必要があるように思う。

また、MSCBの本質的な問題は、あくまで既存株主から新株主への富の移転にあると考えるが、この点については現在の新株予約権の有利発行規制は事前規制としては十分に対応できないことが、より明らかになった⁽⁵¹⁾。したがって、MSCBに関する他の発行規制を考察する必要がある。この場合、基本的な視座としては、発行前は会社の資金調達の便宜を最大限確保した上で、かつ既存株主の損害を最小限に抑えるための規制を、また発行後は、これを買受けた者の取引安全の保護の要請を満たしつつ、かつ既存株主に発生した損害の十分な救済手段を用意する必要があるだろう。

(49) 江頭・前掲注21書707-708頁注(2)。

(50) 弥永真生「MSCBと有利発行規制-問題の所在の望まれる開示の充実」旬刊経理情報1126号38頁(2007)。

(51) 拙稿・前掲注6文献では、この問題を主として公告の記載内容との関係から論じた。

4 日本証券業協会の自主規制の検討

2007年2月22日、日証協はかねてより議論していた会員証券会社による新株発行の引受審査のあり方やMSCBの取扱い等についてまとめた最終報告書（日本証券業協会「会員における引受審査のあり方・MSCBの取り扱いのあり方等について」）を公表した⁽⁵²⁾。この報告書は、2007年5月29日に日証協の理事会決議を経て、自主ルール化され、同年7月1日から施行されている⁽⁵³⁾。

紙幅の都合上、全規則を網羅することはできないが、MSCBの発行による株式の著しい希薄化、およびこれを買受けた投資家のヘッジのための空売り等による株価の下落といった弊害から、既存株主の利益を保護するための規制として見た場合、その特色と有効性につき、若干コメントしたい。

まず、本規則が定義する「MSCB等」とは、上場有価証券の発行会社が第三者割当（株主割当以外の方法その他50名に満たない者を相手方とする募集による割当）による募集により発行する転換社債型新株予約権付社債券、新株予約権付社債券、新株予約権証券および取得請求権付株券であり、これらに付与または表章される新株予約権等の行使価額が、半年に1回を超える頻度で、当該新株予約権等の行使により交付される株券の取引所有価証券市場における価格を基準として修正が行われ得る旨の発行条件が付されたものである（本規則2条⁽⁵⁴⁾）。この点につき、問題と思われるのは、行使価額（転換価額）の修正が年2回以下であるものについては、規制対象から除外している点である。おそらく、この程度の修正頻度は市場への影響が

(52) 日証協・前掲注3報告書。

(53) この規則が制定された背景および内容の解説について次の文献が詳しい。横田裕「MSCB等の取扱いに関する理事会決議の概要」商事法務1805号4頁（2007）。

(54) 日証協・前掲注3報告書17頁。

それほど大きくないとの認識に基づくものと考えられるが、MSCBの発行で、最も問題とすべき点は、単に権利行使期間内（転換期間内）に何回修正されるかといった修正の頻度ではなく、期間完了までにどれだけ1株あたりの価値が希釈化されるか、すなわち修正の幅ならびに行使（転換）価額の決定方法である。

次に、MSCBを買受けた証券会社が観察期間（行使価額の設定または修正を行うための株価参照期間。ただし発行会社がMSCB等の発行に係る重要事実の公表を行った以降に限る）内における株式の空売りおよび市場売却に関し、一定の制限を設けている点に特色がある。

これは具体的に、MSCB等を保有する証券会社は、①MSCB等の行使価額が一定日（期間）の終値を参照して決定される場合には、原則として、観察期間中の各営業日の終了前15分間の自己の計算による市場売却を禁止し（本規則7条1項）、②MSCB等の行使価額が終日の売買高加重平均価格（VWAP）を用いて修正後行使（転換）価額を算出する場合には、原則として、当該MSCB等の観察期間中に、各営業日の前10営業日の対象株券等の平均売買数量の25%を超える数量の自己の計算による対象株券等の市場売却を禁止する（同規則7条3項）。なお、①②いずれの規制も、MSCB等の発行条件に、新株予約権等の行使価額が、発行決議日の対象株券等の終値を下回る修正が行われ得る旨の条項が付されていない場合には適用されない⁽⁵⁵⁾。

この他にも、買受人による新株予約権等の行使に一定の制限を設けたが、留意すべきは、MSCBの発行条件において、一定の期間における新株予約権等の行使（転換）を一定割合に制限する条項を設ける規制方法（報告書では転換スピード規制と呼ばれている）、あるいは行使（転換）価額の下限を一定水準以上に設定する規制方法（フロア水準規制と呼ぶ）の2つの方法を、市場への公正性確保、既存株主への影響、発行体のファイナンスの自

(55) 同報告書22頁以下参照。

由度への影響等の点から比較検討し、最終的に前者の規制方法を選択している点である。報告書によると、その理由は適切なフロア水準は発行会社や市場環境によって状況が変化するため、一律の数値ではなく、その都度適正な値が決定されるべきであり、また、フロア水準規制を行うと商品設計上の自由度が著しく損なわれ、多様なファイナンス手法の開発を著しく阻害するからと説明されている。これは、MSCBでの資金調達を望む多数の会社は、通常のCB等では引受手がいないからこそ、MSCBを発行するのであり、転換価額に下限を設けると資金調達が困難になりかねないことに配慮した結果であると解される。

したがって、MSCBの発行条件に、転換スピード規制を設けるための具体的な方法としては、基本的には発行会社と当該MSCBの買受けを行う会員証券会社との間の「買取契約」において、以下の内容を約すべきことになった。

イ. 発行会社は、月間にMSCBの払込日時点の上場株式数の10%を超える株式への転換を行わせない（上記①の適用除外事項を除く。）こと

ロ. 前イ.の制限は、発行会社が複数回号のMSCBを発行する、又は発行している場合には、それらを合算したうえで適用すること

ハ. MSCBの買受人は、当該MSCBを転売する場合には、あらかじめ転売先となる者に対して、発行会社との間で前イ.及びロ.の内容を約させること（転売先となる者が、さらに第三者に転売する場合にも同様とする。）

ニ. MSCBの発行会社は、前ハ.の転売先となる者との間で、前イ.及びロ.の内容を約すること（転売先となる者が、さらに第三者に転売する場合にも同様とする。）

補足すると、証券会社は、MSCB等の買受を行うに当たっては、その買取契約において、新株予約権等の歴月の累積行使数量が、当該MSCB等の発行の払込日時点における上場株式数の10%を超えることとなる場合の新株予約権等の行使（以下「制限超過行使」という）を行うことができない旨

の必要な内容として、新株予約権等の行使に当たっては、予め発行会社に対し、当該新株予約権等の行使が制限超過行使に該当しないかについて確認を行うこと等を定め、これを遵守しなければならないとしている（同規則9条1項）。

こうした一ヶ月当たりの転換規模を制限する転換スピードの規制は、買受人の売買戦術にかなりの影響を与えるものと推測される。特に重要なのは、転換制限が MSCB の金額ではなく、株式数、すなわち金融商品取引所が当該払込日時点で公表している直近の上場株式数の 10% で規制される点である。ただし、これは株価が発行決議日の終値以上である場合は適用されない。この規制が買受人にとって厄介なのは、株価が下落し、転換価額が下方修正された場合、転換可能な MSCB の額（＝転換価額×株数）もそれにつれて減少する点である。したがって、転換に長期間を要することが確実である大規模な MSCB の引受は敬遠され、その代わり、予約権行使により得られる株数が一定数に定められる MSSO の発行を助長させるかもしれない。MSSO の場合、株価が新株予約権の行使価額以下の水準になったとしても、会社は買入れ消却すれば損害はゼロとなるからである。

最後に、証券会社以外の者が MSCB 等を買受ける場合の対応について触れておく。本規則は、直接的には会員である証券会社に適用されることとなるが、それ以外の者、例えば買受け会社の関連会社やファンド等が買受ける際に、まったく当該規則が及ばないとしたら、規制の目的が達成できず、既存株主を含む投資者保護の問題を惹起する可能性を否定できない。これを踏まえ、証券会社以外の者が MSCB 等を買受ける場合の取扱いについても以下のように規則を設けている。

証券会社は、その関係会社⁽⁵⁶⁾による MSCB 等の買受けを斡旋する場合

(56) 関係会社には、当該会員の親会社（金融商品取引業等に関する内閣府令第 177 条第 6 項第 1 号に規定する親会社をいう）、子会社（同項第 2 号に規定する子会社をいう）及び親会社の子会社（同項第 4 号に規定する親会社の子会社をいう）が含まれる。

には、当該関係会社に対し、証券会社と同様に、MSCB等の買受時の確認（本規則3-5条）、観察期間における空売りおよび市場売却（同規則6-8条）、新株予約権等の行使制限（同規則9条）に関する規定に従うよう要請するものとしている（同規則10条1項）。なお、第4条に掲げる事項については、必要に応じて当該会員が代行して適切な確認を行うものとする。

また、証券会社およびその関係会社以外の者によるMSCB等の買受を斡旋する場合には、発行会社に対し、MSCB等の買受時における確認と新株予約権等の行使制限に関する規制の趣旨を尊重するよう要請するものとしている（同規則10条2項）。

MSCBを保有する証券会社は、原則として、MSCB等の観察期間中に自己が保有しているMSCB等にかかるヘッジのための空売りを行う場合には、証券取引所の直近公表価格以下の価格において当該空売りを行ってはならない（同規則6条）。そして、証券会社は関係会社がMSCB等を保有していることを知りながら（関係会社がプライマリーで買受けたMSCBがこれに当たると考えられる）、これに、関係会社の自己の計算によるMSCB等の空売りを受託してはならないとされている（同規則11条）。

総合的に考察すると、今回の日証協の自主規制は、MSCBの発行自体を抑制する趣旨ではなく、悪質な事例のみを排除することを主たる目的としていると理解できる。その意味で、規制の実効性からすると疑問がないわけではないが、方向性としては妥当であるように思われる⁽⁵⁷⁾。

新株予約権付社債については、株価が転換価額を下回っている昨今の状況においては、新株予約権の行使がなされず、発行会社は社債の償還資金を調達する必要が生じることを踏まえ、資本増強および現金償還額の圧縮というニーズを充たすために、取得条項付新株予約権を用いるケースが散見される。すなわち、MSCB等に付された取得条項に基づき、強制的に発

(57) たとえば、海外ファンドへの第三者割当増資など協会の規制の対象外で、問題視される発行は後を絶たないという。平成19年11月6日付日経新聞朝刊19頁。

行会社から対象株券が交付される場合、MSCB等を保有する者による新株予約権の行使には該当しないため、基本的には新株予約権の行使を制限する第9条は適用されない。しかし、形式的にはそうであっても、実質的に当該対象株券の交付が規制の潜脱を目的とすると認められる場合には、実質的に買受人による新株予約権等の行使が行われたものとして評価しうる余地があるとの問題が提起されている⁽⁵⁸⁾。

5 結 語

本稿では、MSCBによる著しい株式の希薄化から既存株主の財産的利益を保護するという観点から見て、現行法が適切かつ十分であるかという問題認識に立ちつつ、新株予約権に関する有利発行規制に考察を加えてみた。

結論としては、現行の有利発行規制は、事前規制としては十分に既存株主の利益を保護することはできず、また、本稿では悪質なMSCBの違法性を判断するための具体的な解釈基準を示すまでには至らなかったが、少なくとも、近時の事件の分析からはMSCBをMSSOと同じ基準で判断することに対する疑問を提示できたのではないかと思う。

会社法の有利発行規制では、悪質なMSCBの発行を事前に差止めることも、またすでに別稿で論じたように事後的に新株予約権の発行無効の訴えで既存株主が救済を得ることも困難な場合が多いと予測できる⁽⁵⁹⁾。日証協の自主規制の効果にも限界がある。金融商品取引法にまで踏み込んだ考察が必要であろう。今後の課題としたい。

本稿は、(財)全国銀行学術研究振興財団からの研究助成(2007年度)を受
けた研究成果の一部である。ここに深く謝意を表したい。

一〇〇

(58) 横田・前掲注53文献10頁注10参照。

(59) 拙稿・前掲注6文献17-24頁。