

Title	〔商法五一九〕 転換社債型新株予約権付社債の発行が有利発行にも不公正発行にも該当しないとされた事例： 丸八証券新株予約権付社債発行差止却下決定(名古屋地裁平成二〇年一一月一九日判決)
Sub Title	
Author	藤田, 祥子(Fujita, Sachiko) 商法研究会(Shoho kenkyukai)
Publisher	慶應義塾大学法学研究会
Publication year	2012
Jtitle	法學研究：法律・政治・社会 (Journal of law, politics, and sociology). Vol.85, No.2 (2012. 2) ,p.127- 137
JaLC DOI	
Abstract	
Notes	判例研究
Genre	Journal Article
URL	https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00224504-20120228-0127

慶應義塾大学学術情報リポジトリ(KOARA)に掲載されているコンテンツの著作権は、それぞれの著作者、学会または出版社/発行者に帰属し、その権利は著作権法によって保護されています。引用にあたっては、著作権法を遵守してご利用ください。

The copyrights of content available on the KeiO Associated Repository of Academic resources (KOARA) belong to the respective authors, academic societies, or publishers/issuers, and these rights are protected by the Japanese Copyright Act. When quoting the content, please follow the Japanese copyright act.

判例研究

転換社債型新株予約権付社債の発行が有利発行に

〔商法 五一九〕 も不公正発行にも該当しないとされた事例

―丸八証券新株予約権付社債発行差止却下決定―

名古屋地決平成二〇年一月一九日

平成二〇年(ワ)第五二九号

新株予約権付社債発行差止仮処分申立事件、申立て却下(確定)

金融・商事判例一三〇九号二〇頁

〔判示事項〕

一 新株予約権部分の払込価額を無償とする新株予約権付社債を発行した場合においては、「新株予約権の実質的対価」と「新株予約権の公正な価値」とを比較し、当該「新株予約権の実質的対価」が当該「新株予約権の公正な価値」を大きく下回るときは、当該新株予約権付社債の発行は、会社法二三八条三項一号所定の「特に有利な条件」による発行（有利発行）に該当するといふべきである。当該「新株予約権の実質的対価」とは、特段の事情のない限り、当該新株予約権付社債について定められた利率と当該発行

会社が普通社債を発行する場合に必要とされる利率との差額をキャッシュフローベースの現在価値に割り戻して計算した額をいうと解すべきであり、また、当該「新株予約権の公正な価値」とは、現在の株価、権利行使価額、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新株予約権の発行時点における価額（オプション価額）をいうと解すべきである。

二 会社法二四七条二号所定の「著しく不公正な方法」による新株予約権の発行（不公正発行）には、例えば、資金調達が必要が全くないにもかかわらず、会社支配権の維持

又は争奪を目的として発行が行われる場合や、資金調達に必要な性は一応認められるものの、会社においてその支配権につき争いがあり、従来の株主の持株比率に重要な影響を及ぼす新株予約権が発行され、それが第三者に割り当てられる場合に、当該新株予約権の発行が、既存の株主の利益を無視して支配権を争う特定の株主の持株比率を低下させ現経営者による会社支配権を維持することを主たる目的として行われる場合などが該当すると解するのが相当である。

〔参照条文〕

会社法二三八条二項・三項、二四〇条一項、二四七条

〔事 実〕

Y (債務者) は、有価証券の売買等を業とする株式会社であり、Y の発行する株式は株式会社ジャスダック証券取引所 (現 J A S D A Q) に上場されている。X (債権者) は、商品取引所の商品市場における上場商品の取引等を業とする株式会社であり、平成二〇年九月三〇日現在、Y の発行済株式総数の一〇・九一パーセントを保有している。

Y は、平成二〇年一〇月三十一日、臨時取締役会において、第三者割当の方法により訴外 A 証券に三億五〇〇〇万円、Y 代表者 B に一億五〇〇〇万円をそれぞれ割り当てる総額五億円の新株予約権付社債 (以下「本件新株予約権付社債」といふ) の発行を決議し、その旨のプレスリリースを行った。本件新株予約権付社債の発行に係る主な事項は、下記の通りである。①各社債の発行価額は額面一〇〇円につき金一〇〇円とし、新株予約権と引換えに金銭の払込みは要しない、②利率は年三・五パーセント、③払込期日は平成二〇年一月二〇日、④平成二五年一月二〇日にその総額を額面一〇〇円につき一〇〇円で償還、⑤本社債の償還及び利息の支払は、Y の破産手続等において他の債権に劣後する、⑥新株予約権の目的となる株式は Y 普通株式、⑦新株予約権の行使により発行又は交付する Y 普通株式の数は、行使請求に係る本件新株予約権付社債の発行価額の総額を転換価額で除して得られる最大整数、⑧転換価額は五〇円、⑨新株予約権の行使期間は、平成二〇年一月二〇日から平成二五年一月一九日までとする。

本件新株予約権付社債が全て普通株式に転換された場合、Y の発行済株式総数は、一〇〇〇万株増えて三〇〇一万三〇四二株となり (一四九・九七パーセントの希釈化)、うち Y 代表者 B の持株比率は、一五・一五パーセントから二〇・一〇パーセントへ上昇する一方、X の持株比率は七・二八パーセントへ低下する。

X は、本件新株予約権付社債の発行が特に有利な条件に

よる発行であるのに株主総会の特別決議を経ていないこと（法令違反）、著しく不公正な方法による発行であることなどを理由として会社法二四七条に基づき、これを仮に差し止めることを求めた。

〔決定要旨〕

申立て却下（確定）

一 新株予約権付社債の発行の有利発行該当性

(一) 新株予約権付社債の有利発行の判断基準

「……新株予約権部分の払込価額を無償とする新株予約権付社債を発行した場合においては、「新株予約権の実質的対価」と「新株予約権の公正な価値」とを比較し、当該「新株予約権の実質的対価」が当該「新株予約権の公正な価値」を大きく下回るときは、当該新株予約権付社債の発行は、会社法二三八条三項一号所定の「特に有利な条件」による発行（有利発行）に該当するといふべきである。また、新株予約権部分の払込価額が無償であることを示して発行される転換社債型新株予約権付社債の「新株予約権の実質的対価」とは、特段の事情のない限り、当該新株予約権付社債について定められた利率と当該発行会社が普通社債を発行する場合に必要とされる利率との差額をキャッ

シユフローベースの現在価値に割り戻して計算した額をいうと解すべきであり、また、「新株予約権の公正な価値」とは、現在の株価、権利行使価額、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新株予約権の発行時点における価額（オプション価額）をいうと解すべきである。」

(二) 新株予約権の実質的対価

「企業が発行する社債の調達利率は、リスクフリー・レート（国債などのリスクのない金融商品から得られる利息や配当利回り）に当該企業のスプレッド（利回りにおける格差）を加えることで算出されるところ、スプレッドの算出については、当該企業が実際に市場で調達した際の直近の調達金利を参照する手法を用いることで最も高い客観性・信頼性を得られるが、Yには普通社債の調達実績がないため、……この手法によることはできない。」

そこで、Yが劣後特約付無担保社債を発行する場合に、格付機関が当該社債に付与するであろう格付けを推定した上、当該格付けの社債利回りを各種マーケット情報から推定する手法により、Yが本件新株予約権付社債と同じ五年満期の劣後特約付無担保社債を発行する場合のスプレッドを算出した。」

「Yによる上記のようなY普通社債の利率の算定手順・方法及びその結果については、前提となる条件や算定根拠となる数値が現実と著しく乖離するなどの格別の不合理な点は見当たらず、相応の根拠・合理性があるものと一応認められる……。」

(三) 新株予約権の公正な価値

「Yは、本件新株予約権のオプション価値の算定にあたり、ブラック・ショールズ・モデルを採用し、その入力数値(パラメータ)として、①原資産価値(株価)を四九・〇八円、②ボラティリティ(原資産価格の変動の大きさを表す指標)を四〇パーセント、四五パーセント、五〇パーセントの三つ、③予想残存期間を五年、④予想配当を〇円、⑤リスクフリー・レートを〇・九〇パーセント、⑥行使価値を五〇円としてこれを評価している。」

「以上のとおり、……本件新株予約権の実質的な対価がその公正な価値を大きく下回るものとはいえない。

したがって、本件新株予約権付社債の発行が、これを引き受ける者にとって「特に有利な条件」(会社法二三八条三項一号)によるものであるということとはできない。」

(四) 転換価額(Yの主張について)

「……本件新株予約権付社債を引き受けた者は、……転

換価額が株価を下回っている場合には、そのプレミアム分の利益を享受することができる。したがって、新株予約権発行に際して設定された転換価額が株式の公正な発行価額を大きく下回るときは、当該新株予約権付社債の発行は、会社法二三八条三項一号所定の「特に有利な条件」による発行(有利発行)に該当する余地があると解するのが相当である。

……平成二〇年一〇月一日から同月三〇日までの間のYの平均株価は四七円であるが、この価額は前記日証協ルールの原則である発行決議日直前の株価終値である四七円……と同額であり、したがってYは、前記日証協ルールの原則に則れば、本来的には四七円で転換価額を決定することも可能だったのであり、それにもかかわらず、既存株主の利益等にも配慮し、あえて七パーセントのアップ率を加えて転換価額を五〇円と決定したこと……をも併せて考慮すれば、本件新株予約権付社債の発行決定時におけるYの株式の公正な発行価額が、発行に際して設定された転換価額(五〇円)を、大きく上回ることを疎明はないものといわざるを得ない。」

二 本件新株予約権付社債の発行の不公正発行該当性について

「会社法二四七条二号所定の「著しく不公正な方法」による新株予約権の発行（不公正発行）とは、不当な目的を達成する手段として新株予約権の発行が利用される場合をいうものと解されるところ、例えば、資金調達の必要性が全くないにもかかわらず、会社支配権の維持又は争奪を目的として発行が行われる場合や、資金調達の必要性は一応認められるものの、会社においてその支配権につき争いがあり、従来の株主の持株比率に重要な影響を及ぼす新株予約権が発行され、それが第三者に割り当てられる場合に、当該新株予約権の発行が、既存の株主の利益を無視して支配権を争う特定の株主の持株比率を低下させ現経営者による会社支配権を維持することを主たる目的として行われる場合などがこれに該当すると解するのが相当である。」

「……Yは、本件新株予約権付社債の発行を臨時取締役会において決議した平成二〇年一〇月三十一日当時、（旧）証券取引法違反事案による過剰金、罰金の支払やこれに伴う営業停止等を原因として業績を悪化させたことから、さらなる自己資本規制比率の低下による投資家（顧客）や資産の流出防止のため、二四八パーセントまで低下した自己資本規制比率の回復が喫緊の課題となっており、資本を増強して赤字体制を脱却する体制整備を図るなどの目的のため、

め、相応の資金調達の必要があったことが一応認められ、また、かかる業績悪化への対応として、商圏拡大、事業効率の向上等を目的としたA証券株式会社との関係の緊密化、業務提携の円滑化を図る上で、本件新株予約権付社債を同社に割り当てることにも相応の有効性が一応認められるところである。……本件新株予約権付社債が、資金調達の必要性が全くないにもかかわらず、会社支配権の維持又は争奪などを主たる目的として発行されたものということはできない。」

〔研究〕

決定要旨の結論に賛成、理論構成に疑問あり。

一 本決定は、転換社債型新株予約権付社債の新株予約権部分を無償とした場合の有利発行・不公正発行につき判断した事案であり、新株予約権付社債の発行差止に関する事例を一つ付け加えるものである。

新株予約権付社債は、新株予約権を付した社債（会社法二条二二号）である。その募集については、社債の募集に関する規定は適用されず（会社法二四八条）、新株予約権の募集に関する規定が適用される。実務上、転換社債型新株予約権付社債については、代用払込をする、つまり新株

予約権行使請求があったときに金銭の払込みを要しないものとしており（日本証券業協会・転換社債に関するワーキング・グループ「商法改正に伴う転換社債の取扱いについて」商事法務一六二八号一三三頁参照）、本件も同様の転換社債型新株予約権付社債となつている。金銭の払込みを要しない場合（会社法二三八条一項二号）、常に有利発行となり（会社法二三八条三項一号）、株主総会の特別決議（会社法三〇九条二項六号）を要することになりそうであるが、立案担当者の説明によれば、そのこと自体が当然に有利発行に該当するものではなく、新株予約権の価値と比較してそれが特に有利な条件であると考えられる場合にのみ、有利発行として扱われるべきであるとする（相澤哲Ⅱ 豊田祐子『立案担当者による新・会社法の解説』六四頁）。なお会社法二三八条三項一号では特に有利な「金額」ではなく「条件」という文言が用いられているが、それはそもそも払込金額の問題が生じないからである。もっとも有利性の判断は、あくまでも既存株主の受けるであろう経済的不利益との関連で決まり、発行条件が有利であればこれは金額に反映すべきものであるから同条同項二号との実質的な差異はない（松井秀征『逐条解説会社法第三卷』二五九頁）。

本決定は、有利発行の判断基準につき「新株予約権の実質的対価」と「新株予約権の公正な価値」とを比較し、「新株予約権の実質的対価」が「新株予約権の公正な価値」を大きく下回るときに、有利発行にあたるとする。そして「新株予約権の実質的対価」は、新株予約権付社債の利率と発行会社が普通社債を発行する場合に必要とされる利率との差額をキャッシュフローベースの現在価値に割り戻して計算した額とし、新株予約権の公正な価値はオプション評価理論のモデルを使用して計算した額とする。

本件以前に転換社債型新株予約権付社債の新株予約権部分を無償とした場合の有利発行につき判断した裁判例としては、オートバックスセブン事件（東京地決平成一九年一月一二日金融・商事判例一二八一号五二頁）がある。この事件では有利発行の判断基準について「新株予約権の実質的対価は、特段の事情のない限り、当該新株予約権付社債について定められた利率とその会社が普通社債を発行する場合に必要とされる利率との差に相当する経済的価値であるということが出来る。また、当該新株予約権の公正な価値は、現在の株価、権利行使価額、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新株予約権の発行時点における価額であると解

される。

その上で、こうして算出された当該新株予約権の実質的な対価と当該新株予約権の公正な価値とを比較し、当該新株予約権の実質的な対価が公正な価値を大きく下回るときは、当該新株予約権付社債の発行は、会社法二三八条三項一号にいう「特に有利な条件」による発行（有利発行）に該当すると解すべきである」とする。オートバックスセブン事件で用いられたオプション評価理論は、モンテカルロ・シミュレーションである。

本件は有利発行につきこの先例を踏襲する判断基準を用いている。本件とオートバックスセブン事件がとった判断基準は、新株予約権付社債の価値が新株予約権の価値と社債の価値とに分離して評価されること（分離評価）を前提としている（田中亘〔判批〕『M&A判例の分析と展開Ⅱ』六二頁、弥永真生〔判批〕ジュリスト一三六九号八七頁、林天宇〔判批〕ジュリスト一四〇七号一六一頁、鬼頭俊泰〔判批〕『税務事例四二二巻一号七四頁』。現在の学説上は、この分離評価説をとる見解が多い（森まどか「新株予約権付社債―新株予約権の発行価額をめぐる問題を中心に―」『最新 会社法をめぐる理論と実務』七七頁、田邊宏康〔判批〕判例タイムズ一二六八号七四頁、林・前掲一六二

頁）。そして新株予約権の実質的対価は、転換型新株予約権付社債の利率を、普通社債を発行した場合の利率より低く定めることにより、社債としての経済的価値を下げ、新株予約権付社債を引き受ける者が社債の払込金額として多く払い込みすぎる額とする（江頭憲治郎『株式会社法第四版』七二九頁）。そこで新株予約権付社債の利率と発行会社が普通社債を発行する場合に必要とされる利率との差額をキャッシュフローベースの現在価値に割り戻して計算することになる。ただし、本決定では、普通社債の調達実績がないため、格付機関が社債に付与するであろう格付けを推定した上、その格付けの社債利回りを各種マーケット情報から推定する方法によりYが算出した普通社債の利率の合理性を認めており、普通社債の調達実績がなくてもこのような実質的対価の計算が認められることを明確にした点に特徴がある。

このように計算して出した新株予約権の実質的対価と比較する新株予約権の公正な価値は、オプション評価理論に基づいて算定されている。オプション評価理論は、もともと新株予約権単体の有利発行を判断するため公正な価値を算定するのに用いられている手法であり、裁判例としては、①ニッポン放送事件東京地裁決定（東京地決平成一七年三

られているとすれば、裁判においても一体評価に基づいて有利発行性を判断することは会社法の解釈として妨げられないという見解（田中・前掲六二頁）がある。また両者でそう大差はないという指摘（久保田安彦「転換社債型新株予約権付社債と有利発行規制」企業と法創造二巻一号七七頁）や転換社債型新株予約権付社債の発行に伴う払込金額についての発行者側の会計処理方法としては、新株予約権の対価部分と社債の対価部分とに区分して処理する方法（区分法）とそれらを区分せずに普通社債の発行に準じて処理する方法（一括法）のいずれかを発行者側で選択できるようにになっているのでどちらの評価方法をつかっても実務上の問題は生じないという指摘もある（大西正一郎『会社法大系二』三三一、三三二頁）。

なお一体評価と分離評価のいずれによるかを問わず、新株予約権付社債の価値評価額を少しでも下回るような払込金額が定められる限り、その新株予約権付社債発行は常に有利発行に該当すると解すべきであるという見解（久保田・前掲論文七七頁）がある。本件に関しては、新株予約権の実質的対価の下限値と公正価値の下限値、その上限値と上限値がそれぞれ対応するものではなく、最大約二〇パーセントのディスカウントがなされた可能性があるとの

指摘がされている（明田川昌幸〔本件判批〕ジュリスト一四二四号一一八頁、宮本航平〔本件判批〕法学新報一一七巻一・二号一四四頁）。

二 本決定では、有利発行の判断基準として、新株予約権の実質的対価と公正な価値を比較して判断することを示し、検討を行った後に、「Xの主張について」としてXが「特に有利な条件」としてあげた三点（転換価額、行使期間、本件新株予約権付社債の実質的な利回り）につき検討している。このうち特に転換価額に関する判断部分につき本決定では「新株予約権発行に際して設定された転換価額が株式の公正な発行価額を大きく下回るときは、当該新株予約権付社債の発行は、会社法二三八条三項一号所定の「特に有利な条件」による発行（有利発行）に該当する余地があると解するのが相当である」とする。平成一三年商法改正により新株予約権制度が導入される以前の転換社債について通説は、転換価額決定時の株式の市価以上に転換価額を決定すれば有利な転換価額にならないと解していた（鴻常夫『新版注釈会社法（一一）』四二二頁）。本決定の考え方は、転換社債に関する平成一三年商法改正前の従来の通説と同様といえようか（宮本・前掲一四六頁）。そして本決定では株式の公正な発行価額を考える上で、日本証券業協会の

「第三者割当増資の取扱いに関する指針」(以下「日証協ルール」という)を用いている。日証協ルールは、新株発行の買取引受に関する横河電気製作所事件(最判昭和五〇年四月八日民集二九卷四号三五〇頁)で用いられており、その後の事件においても「公正な価値」の判断基準として採用され、市場価格のある上場株式の第三者割当につき、裁判例はこのルールに従っていけば差止めの対象とはしないとの基準が確立したようであると指摘される(江頭・前掲七〇七頁)。

新株予約権の有利発行についても日証協ルールを用いている裁判例がある。前述のニッポン放送事件東京地裁決定では、オプション評価理論を使用して有利発行につき判断した後に、日証協ルールによる判断も行っている。しかしながらこの事件で発行される新株予約権は、その行使がなされることが確実であり、かつ、発行後きわめて短期間に行行使されることが予定されており、実質的には新株の発行と同一であるという特殊な事情を考慮したものであって、本件とは事案を異にする。

それではXは、どのような主張をしているかというところ、これがよくわからない。Xは、用いた数値は異なるもののYと同様に本件新株予約権部分の公正な価値をブラックII

シヨールズ・モデルを使って算定し、新株予約権部分の公正な価値だけで本件新株予約権付社債の発行総額を超えることになり、非常に有利な条件で発行しようとしていると主張する。しかしながら本件は先行するオートバックスセブン事件と異なり、Yは普通社債を一度も発行しておらず、かつ格付けも無いため、新株予約権の実質的対価の算定について採用した計算式を当てはめようとしても、普通社債の利率を算定、入力することはできないからオートバックスセブン事件の採用した判断基準は妥当しないとされる。これらの主張から考えるにXは、従来の通説のような見解をとっているわけではなく、転換価額の数値のとり方に問題があるということの日証協ルールを用いて主張しているだけではないかと考えられる。つまりYは転換価額を計算するにあたって株式の価格を一カ月平均で計算したが、Xは日証協ルールが例外として最長六カ月平均とすることを認めており、本件はそれを採用する理由があるため、六カ月平均で計算するとYの数値と大きく異なると述べたかたにすぎないのではないか。転換価額や行使期間は、オプション評価理論による新株予約権の公正な価値の算定に織り込まれている。本決定が新株予約権の実質的対価と新株予約権の公正な価値を比較するという判断基準をとること

を最初に明確にした以上、これらを独立して考慮する必要はなく、新株予約権の公正な価値の検討においてとりあげべきであったと思われる（松尾健一「本件判批」私法判例リマックス四〇号（二〇一〇（上））九七頁、後藤元「平成二〇年度会社法関係重要判例の分析（下）」商事法務一八七三号四三頁）。

三 本決定では、不公正発行にあたるか否かにつき、新株あるいは新株予約権の不公正発行に関して従来の裁判例（例えば新株については、東京地決平成元年七月二五日判例時報一三一七号二八頁等、新株予約権については、東京地決平成一七年三月一六日判例タイムズ一一七三号一四〇頁等）が採用してきたいわゆる主要目的ルールを用いて判断している。また転換社債型新株予約権付社債について主要目的ルールを用いて不公正発行につき判断した裁判例としては、前述のオートバックスセブン事件がある。転換社債型新株予約権付社債が発行される場合、資金調達必要性を否定するのはかなり難しいと思われる（清水俊彦「不公正発行を理由とする第三者割当て増資の差止めをめぐる判例理論の展開（下）」金融・商事判例二二二〇号一九頁）。もっともオートバックスセブン事件では、差止めの仮処分が却下されたにもかかわらず、払込期日までに払込みがな

かったため、新株予約権付社債の発行は中止された。資金調達目的の存在には疑わしいところがないとはいえないとの指摘（林・前掲一六三頁）もある。翻って本件の場合、過怠金や罰金の支払やこれに伴う営業停止等を原因として業績を悪化させたことから、低下した自己資本規制比率の回復が喫緊の課題となっており、資本を増強して赤字体制を脱却する体制整備を図るなどの目的のため、相応の資金調達が必要であったことが認定されている。

買占めや敵対的買収とは無関係に大量の株式・新株予約権が第三者割当て発行される事案の中には、利益相反が問題となりうる事案がいくつかあるように思われ、本件もその一つであるという指摘（明田川・前掲一一八頁）がある。本件新株予約権付社債については、当初は、これを全てA証券に五億円すべてを割り当てる予定であったものが、同社との交渉の過程で、Y代表者Bにその一部である一億五〇〇〇万円を割り当てることとなった経緯が認定されている。このことと前述の事情を総合して考えると本件は利益相反が問題となる事案でもなければ、支配権維持を目的としたものでもないということができると思われる。