

## 判例研究

# 新株予約権付社債につき株主による発行後の無効確認請求 規定が存在しないことは株主による無効確認請求は許さな い趣旨であると判断した事例

吉 行 幾 真

東京高裁平成一五年八月二〇日判決

平成一五年（ネ）第一九四〇号新株予約権付社債発行無効  
確認請求控訴事件

控訴棄却【確定】

金融・商事判例二一九六号三五頁

### 一 事実の概要

Y会社は、一九九八年七月にインターネット及びコンピュー

ターを利用した音楽の販売システムの開発及び販売等を業と  
する会社として、資本金五〇〇〇万円をもって設立され、翌  
一九九九年二月に東証マザーズに上場した株式会社である。  
本件は、転換社債型新株予約権付社債（以下、「本件社債」  
とする）を発行したY会社の株主であるXが、「特定の海外投  
資家に対する有利な発行であること、新株予約権の発行価額  
を無償としたことが違法であること、特定の者に対する有利  
発行であるのに株主総会の特別決議を経ないこと」を理  
由に、本件社債の発行の無効確認を求めた事件である。

本判決の原審は、Xの本件訴えは不適法であるから却下すべきものであると判断した。これに対して、Xは控訴した。

## 二 判旨

控訴棄却。

「当裁判所も、Xの本件請求は不適法であり却下すべきものと判断する。その理由は、原判決……に記載のとおりであるから、これを引用する。」

## 三 原判決の判旨

「社債に関しては、新株予約権付社債に関してのみ、株主に  
よる社債の発行差止請求（商法三四一条ノ一五第三項、二八〇条ノ一〇）、取締役と通謀して著しく不公正な発行価額で社債を引き受けた者の民事責任（商法三四一条ノ一五第三項、二八〇条ノ一二）が認められている。」

これは、社債の発行には取引安全の要請が高いため、商法は、一般規定（商法二七二条、二七五条ノ二）による差止請求以外を認めなかったが、新株予約権付社債については株主

に対する影響も大きいため、特に、発行差止請求と、取締役と通謀して著しく不公正な発行価額で社債を引き受けた者の民事責任が事後的な責任追及として認められたものだと解される。

そうだとすると、新株予約権付社債については、株主による発行後の無効確認請求の規定がおかされていないことから、法は、株主による無効確認請求を許さない趣旨であると解するのが相当である。

したがって、その余の事情を判断するまでもなく、原告の本件訴えは不適法である」。

## 四 研究

### 1 はじめに

Xは本件社債の発行の無効確認を求める理由として、以下の点をあげている。すなわち、「本件社債の発行が有利発行である、新株予約権の発行価格を無償とすることが違法である、有利発行であるにも関わらず株主総会の特別決議を経っていない」である。

この点、本件及び原審いずれにおいても、裁判所は、上記

新株予約権付社債につき株主による発行後の無効確認請求規定が存在しないことは株主による無効確認請求は許さない趣旨であると判断した事例

理由に言及することなく、そもそも、新株予約権付社債については、株主による発行後の無効の訴えの規定がおかされていないことを理由に、新株予約権付社債の発行無効の訴えは不適法であるとした。

確かに、原審において示されているように、社債の発行には取引安全の要請が高く、商法は差止請求の他、特に、新株予約権付社債については、株主に対する影響を鑑み、取締役と通謀して著しく不公正な発行価額で社債を引き受けた者の民事責任を事後的な責任追及して認めているに過ぎない。それゆえ、新株予約権付社債の発行無効の訴えは、そもそも認められないとの理論構成もあり得よう。

しかしながら、法には規定が無いものの、新株予約権付社債における新株予約権に基づき新株が発行されると議決権に影響してくる等の理由から、新株予約権付社債の発行無効の訴えも可能であるとも解しうる。<sup>1)</sup>

新株予約権付社債の発行の無効確認の訴えは、法が予定していないものであるのみならず、本件は、これまでほとんど先例の無かった点についての判断をしたものでもあり、実務的にも本判決の意義は少なくないであろう。

### 2 検討

(1) 転換社債型新株予約権付社債<sup>2)</sup>の発行と新株発行

近時、日本の上場企業の資金調達手段は普通社債から株式にシフトしつつある。とりわけ、二〇〇四年は普通社債の発行額が九年ぶりの低水準にとどまる一方、エクイティファイナンスは八年ぶりの高水準であったとされる。<sup>3)</sup>ここでいうところのエクイティファイナンスとは新株発行を伴う資金調達であり、上場企業の国内外での増資や新規公開会社の増資が含まれるのみならず、転換社債型新株予約権付社債の発行も含まれている。経済統計等においては、転換社債型新株予約権付社債の発行はエクイティファイナンスとみなされているのである。したがって、この文脈の限りにおいては、転換社債型新株予約権付社債を発行することは新株発行と同視されている。

加えて、近時、「マルチプル・プライベート・オフリング」(MPO、随時転換促進型の第三者割当増資)と呼ばれるものが行われている。MPOは、会社が発行する転換社債型新株予約権付社債を証券会社が一括して購入した後、株式に転換し、転換後の株式を投資家に売却することをいう。<sup>4)</sup>これは、転換社債型新株予約権付社債をビークルとして利用したに過

まず、MPOは新株発行そのものであるとの位置づけもあり得るように思える。

MPOを利用する発行会社サイトの大きな利点<sup>5)</sup>としては、転換後の株式は原則として、機関投資家へ相対で徐々に売却されるため、発行会社は一度に大量に売却される公募方式より、需給面で株価への悪影響が抑えられるといった点があげられる<sup>6)</sup>。加えて、新株発行に関する規制を受けることなく新株発行を行ったと同様の効用が得られる点も指摘できるかもしれない。

ともあれ、MPOのような転換社債型新株予約権付社債の利用形態は、立法当初から必ずしも予測し得たかはともかく、少なくとも、現状においては、転換社債型新株予約権付社債を利用することで、新株発行と同様の効用を得られる道が開かれるだけでなく、ストレートに、転換社債型新株予約権付社債の発行は新株発行であるとみなす経済実態があることに留意すべきであろう<sup>7)</sup>。

なお、法令による規制に違反して新株予約権付社債が発行された場合、新株発行の場合とは異なり、既述の通り、新株予約権付社債の発行の無効確認の訴えの制度は、本件事件当時においては法定されていなかった。この点、従来、株主総会

る<sup>8)</sup>。

この点、近時、高知地裁における株主総会決議無効確認訴訟において、総会決議を取り消されただけでなく、当該決議に基づいて発行された新株予約権のうち判決確定日までに行使されていない部分については無効とする旨の判決が下され、本判決の立場とは一致しない意見が示されている<sup>9)</sup>。

すなわち、「新株発行の無効は、株主、取締役又は監査役により、発行の日から六か月内に訴えをもつてのみ主張することができ旨規定し、また、商法二八〇条の一七は、新株発行を無効とする判決が確定したときは新株は将来に向かってその効力を失う旨規定しており、それらの規定は、新株発行に法的瑕疵があり私法の一般原則に照らせばその効力を認めることができず無効とされるのである、既になされた新株発行によって多数の者が株主と扱われるなどしていたにもかかわらず、これらの者が株主でないことににより、複雑な利害関係や混乱の発生が予想されるため、株式会社における法的安定要請の見地から、新株発行の無効の主張を訴え提起の方法に限定し、その訴えを提起し得る原告適格や出訴期間を限定し、かつ、無効の遡及効を阻止する趣旨と解される。これに対し、新株予約権の発行に関して、そのような新株発

の特別決議なしに新株の有利発行がなされた場合における新株の効力については、無効事由にならないと判示されている<sup>8)</sup>。この判例の趣旨によれば、新株予約権付社債を発行する際に有利発行であるとして株主総会の特別決議が必要であるとされる場合であっても、それを経ないで発行された新株予約権付社債は有効である<sup>9)</sup>。

しかしながら、そのような新株予約権付社債の効力が認められると、新株予約権付社債の発行が新株発行の脱法に用いられるおそれが生じる<sup>10)</sup>。

他方、新株発行の訴えの適用がない以上、新株発行の無効原因と同じ無効原因がある場合には、新株予約権付社債の発行または新株予約権を無効とするの考え方もありうるが、いつでも誰でも無効を主張できるとすると法的安定性を著しく害するおそれが生じる<sup>11)</sup>。

さらには、新株予約権の発行や新株予約権付社債の発行が無効である旨の確認を得る必要がある場合は、無効確認の訴えを提起できるとし、新株発行と同じく、その発行の効力に画一的に確定する必要があることから、新株発行無効の判決に対世効を認める規定(二百八十条ノ十六・一〇九条一項)の類推適用を新株予約権についても認めるべきとの見解<sup>12)</sup>もあ

行無効の訴えに関する規定が準用されていないのは、新株予約権の発行に法的瑕疵があるときには、従前の株主の株主権を犠牲にしてまで新株発行無効の訴えのような特別な限定をする必要性に乏しく、私法の一般原則に従って新株予約権の発行を無効とすれば足りるとの趣旨であると解するのが相当である。したがって、……新株予約権の発行に関して新株発行無効の訴えに関する規定は準用されていないから、新株予約権の発行無効の訴えは認められず不適法ということはできない<sup>13)</sup>と判示している。

加えて、「ニッポン放送新株予約権発行差止・異議申立事件地裁決定<sup>14)</sup>」において、「本件新株予約権はオプションとしての形式を持つものの、その行使がなされることは確実であり、かつ、発行後極めて短期間に行使されることが予定でき、そのような観点から、本件新株予約権の発行は、実質的には新株の発行と同一であるということができ、この裁判所の判断が示されている<sup>15)</sup>。これは、一定の条件をクリアする新株予約権の発行は新株発行と同一視されうることを裁判所が明確に示したものであり、新株予約権付社債の発行と新株発行の近似性につき考える上でも、注目すべき裁判所の判断であることは否定し得ないであろう。

新株予約権付社債につき株主による発行後の無効確認請求規定が存在しないことは株主による無効確認請求は許さない趣旨であると判断した事例

というのも、通常、新株予約権が有利発行であるか否かは、発行条件が有利であるか否かにより決められる(三四一条ノ第三項)。しかしながら、上記決定においては、一定の条件をクリアした新株予約権の発行が新株発行と同一であると認められる場合、当該新株予約権が有利発行であるか否かは、新株発行における有利発行の基準(発行価額が有利か否か)が妥当することにもなりうる。実際、上記決定における新株予約権が有利発行であるか否かを判断する際には、「新株予約権の発行における……特殊な事情を考慮すると、新株の有利発行を判断する際に株価を基準とした公正なる発行価額と実際の発行価額を比較するのと同様に、……新株予約権の有利発行の判断として、株価を基準とした公正なる発行価額と1株あたりの本件発行価額と行使価格の合計額とを比較することにも、一応の合理性があると解される」としている。

このように、新株予約権が有利発行であるか否かにつき、発行条件の一部に過ぎない発行価額のみによって判断される場合が存在しうることを裁判所が明言した。このことは本件につき考察を加える上で留意されるべきであろう。<sup>26)</sup>  
 以上のような経済事象(現象)、学説、及び、近時の判決に加えて、先に示した、新株予約権付社債における新株予約権

に基づき新株が発行されると議決権に影響してくるといったガバナンスへの影響度をも踏まえるのであれば、新株予約権付社債発行無効確認請求の訴えにつき、法に社債発行の無効確認の訴えに関する規定が存しないとの理由のみで退けるべきではないであろう。そして、少なくとも、今後は、新株予約権付社債の発行と新株発行との近似性につき検討を加える必要性あるいは合理性を完全に否定することは一層難しくなるように思える。<sup>27)</sup>

以下においては、平成一三年改正法に言及した後に、本件社債の発行が有利発行であるか否かにつき取り上げていくが、発行条件の一つに過ぎない発行価額のみを注視することで本件社債が有利発行であるか否かにつき検討することは、本判決の理解の一助になるものの、平成一三年改正法の趣旨とは相容れないと考えられる。しかしながら、本件では、原告側が発行価額を問題している、あるいは、既述のように、本件後の事件である「ニッポン放送新株予約権発行差止・異議申立事件地裁決定」において、新株予約権が有利発行であるか否かにつき、発行価額のみによって判断される場合が存在することが肯定されていること等を鑑み、発行価額の有利性につき検討を加えた。

## (2) 平成一三年改正法

平成一三年改正法では、従来の転換社債は、新株予約権と社債とを同時に発行し、新株予約権の行使時に社債の償還額が新株予約権行使に際して払い込むべき金額に充てられたとみなされるものと位置づけられた(三四一条ノ第三項八号)。そして、新株予約権付社債発行時の取締役会では、社債の発行価額と新株予約権の発行価額を各々定めた上で決議しなければならぬとされた(三四一条ノ第三項一号・二号)。  
 加えて、新株予約権付社債の発行事項の公示の際には、新株予約権の発行価額及び権利行使価額の算定理由を開示しなければならぬ(三四一条ノ一五第四項・二八〇条ノ三三)。<sup>28)</sup>  
 これは、従来の新株引受権付社債や転換社債においては、新株引受権部分の経済価値が明確に把握されてなかったため、新株予約権の評価の透明性を担保することで、既存株主と新株予約権者との間の利害の公正を図る趣旨の改正であるとされる。<sup>29)</sup>

そして、新株予約権付社債を株主以外の第三者に特に有利な条件で発行する場合には、株主総会の特別決議が要求されている(三四一条ノ第三項・二八〇条ノ二第一項)。  
 有利発行であるか否かは、新株予約権そのものの理論的な

経済価値が算定可能であることを前提に、新株予約権そのものの価値と、発行価額との比較により判断されることになる。新株発行の場合と同じように、既存株主が株式について有している財産的利益を維持するためには、新株予約権自体の価値を基準にして、公正な価額で発行されなければならないのである。<sup>30)</sup>

この点、通説及び実務では、転換価額または行使価額が付与時の株式の時価を上回ってさえいれば、有利発行には当たらないと考えられてきた。<sup>31)</sup> それゆえ、平成一三年改正法では、有利性についての考え方が大きく変わったのであり、平成一三年改正法全体としては、種類株式制度の弾力化や金庫株解禁等、会社の自由度を大幅に広げる改正であるものの、有利発行かどうかの判断については、規制強化と捉えうるかもしれない。<sup>32)</sup>

ともあれ、新株予約権の発行価額を本件社債のように無償(以下、「無償発行」とする)とする場合、すなわち、新株予約権自体の価値がゼロであるとして発行されている場合、無償価値(ゼロ)との評価を受けている新株予約権と、発行価額との比較の結果は、常に有利発行に該当することに解し、株主総会の特別決議が必要であると思われる。この点、新株



予約権の行使期間中の発行会社の平均株価を予想し、合理的な予想額と行使価額とを比べることで有利発行か否かを判断するとの説によれば、無償発行であっても、合理的な予想額が行使価額と新株予約権の発行額との合計を大きく上回らないのであれば有利発行にはならない余地がある<sup>33)</sup>。

しかしながら、既述の通り、平成一三年改正法は、わざわざ、社債と新株予約権の発行価額を別途決議させた上で、新株予約権の部分について「特に有利なる条件」の発行かどうかを問題にしている(三四一条ノ三第三項による二八〇条ノ二一の準用。公告等の内容も、新株予約権部分についてののみなされる。三四一条ノ一五第四項による二八〇条ノ二三の準用)。これは、平成一三年改正法により、新株予約権自体の価値というものが法律上認識され、新株予約権の発行価額が公正な価額でなければ株主総会の特別決議を必要とするという規制が導入されたこと<sup>34)</sup>のメルクマールの一つであると位置づけることも可能であるようにも思える。加えて、平成一三年改正法が成立する以前の「商法等の一部を改正する法律案要綱中間試案」(平成一三年四月一八日・法務省民事局参事官室)(以下、「中間試案」とする)の段階においては、新株予約権の発行「価額」は公正なる「価額」でなくてはならない

は、社債と新株予約権の発行価額の振り分けという形式で決まるわけでもなく、本件社債のように無償とした新株予約権の価値が社債の発行価額に含まれているかという実質によって判断すべきもの<sup>35)</sup>と考えることも可能であろう。

したがって、Xの「本件社債において新株予約権の発行価額をゼロ円としたことは……改正商法からして違法行為であり、本件社債発行は有利発行であるのに株主総会の特別決議を経て(おらず)……本件社債の無効確認を求める」との主張を認めるのは難しいであろう。

また、Xは「本件社債は、平成一四年九月二〇日に……転換されたが、これは、当日のY会社の株価の半値以下である一株八〇〇〇円と算定されたものであり(り)……Y会社の取締役甲らが特定海外投資家に特に有利な低廉価額で……本件社債を極安値で発行したものである」との主張も行っている。これは、新株予約権付社債の転換日における発行会社の株価と新株予約権付社債の転換価額とを比較しているのであるが、こうした比較の結果、Xの主張のような有利発行と解しうる理由づけるには、例えば、Y会社が特定の期日の株価あるいは特定の期間の株価の平均値を選択することでY会社が特に有利な転換価額を設定したことを裏付ける必要がある<sup>36)</sup>。

とされており、これは、新株予約権の発行時点での価値(「価額」)を評価し、「価額」の公正さを真正面から取り上げていた<sup>37)</sup>。それゆえ、中間試案の考え方の延長線上には、新株予約権の有利発行においても、新株予約権の発行時点での「価額」に着目されて然るべきであったと考えるのが妥当であるように思える。

にもかかわらず、平成一三年改正法は、新株予約権の有利発行については有利な「条件」(二八〇条ノ二一第一項)という表現で示されるに至っている<sup>38)</sup>。この軌道修正により、新株予約権の有利発行は、新株予約権の発行価額以外の条件、例えば、行使期間、行使の条件、消却条件等もカウントされることとなった<sup>39)</sup>。それゆえ、無償発行の場合であっても有利発行とはならない余地もあり得る。

### (3) 有利発行であるか否か

上記の通り、新株予約権が無償で発行されても必ずしも有利発行とはならないことが明らかになった。この点、本件においては、新株予約権の有利発行が問題とされているのではなく、新株予約権付社債の有利発行が問題とされていることを鑑みると、新株予約権付社債の有利発行に該当するか否か

この点、Xは上記比較を示すのみで、本件社債を有利発行と解しうるような特段のデータその他を示していない。したがって、上段の主張と同様、Xの本主張も認めることは難しい。

なお、二〇〇四年二月末日現在、Y会社は一九九九年に東証マザーズに上場して以降、本件社債と同様な新株予約権付社債を(本件社債を除き)合計三本発行している。三本の新株予約権付社債(便宜的に、時系列順に「社債A」、「社債B」、「社債C」とする)の発行条件は概ね下記の通りである。

#### 「社債A」

払込期日及び発行日：二〇〇二年六月二〇日

発行総額：九億九〇〇〇万円

新株予約権の発行価額：無償

新株予約権の行使請求期間：二〇〇二年六月二四日から

二〇〇七年五月二四日

転換価額：社債発行を決議した取締役会の開催の前日ま

での二ヶ月間の全営業日の東京証券取引所に

おける終値平均(二二、二二〇円)に対し九・

八八%の割引である二二、〇〇〇円

募集方法：特定海外投資家による個別買引受による私募

新株予約権付社債につき株主による発行後の無効確認請求規定が存在しないことは株主による無効確認請求は許さない趣旨であると判断した事例

新株予約権付社債につき株主による発行後の無効確認請求規定が存在しないことは株主による無効確認請求は許さない趣旨であると判断した事例

上記A社債、B社債及びC社債のそれと比較した場合、本件社債の転換価額が「特に有利な低廉価額」、あるいは「極安値」と結論づけうる要素は確認できない。ただ、本件社債のみならずA社債とC社債は、社債発行に関する取締役会決議公告(三四一条ノ一五第四項・二八〇条ノ二三)が行われた後、社債発行条件の変更にかかる決議公告を出されている<sup>(87)</sup>。もっとも、本件社債においては、社債発行日程及び新株予約権の行使期間にかかる変更の決議公告であり、C社債のように転換価額の変更を含む社債発行条件の変更の決議公告ではない。それゆえ、本件社債における社債発行条件の変更にかかる決議公告により、本件社債の転換価額は何らの影響を受けてはいない。

ともあれ、本件社債において新株予約権の発行価額を無償とすることが違法である、あるいは、本件社債の発行が有利発行である、とのXの主張はいずれも、それを裏付けることできない。また、本件社債が有利発行であることが確認できない以上、本件社債の発行に株主総会の特別決議が必要であるとするはできず、有利発行であるにもかかわらず株主総会の特別決議を経ないとするXの主張も裏付け得ない。それゆえ、Xの主張はいずれも認めることができないと

結論づけうる<sup>(88)</sup>。

以上の通り、本件判旨の結論には賛成ではあるが、無効確認請求の規定がないことの一事をもって原告の請求を却下した本判決の理論構成は粗さが否めず、全く問題がないとはいえない<sup>(89)</sup>。

3 むすびに

ニッポン放送新株予約権発行差止・異議申立事件地裁決定において、「新株予約権の発行につき、新株予約権の行使がなされることは確実であり、かつ、新株予約権の発行後極めて短期間に行使されることが予定できる場合、実質的には新株の発行と同一であるといつことができ<sup>(90)</sup>」、との裁判所の見解が示された。この点、本件社債は、既述の通り、発行条件の変更を行ったのであるが、本件社債の新株予約権の全てが行使された日は、上記の発行条件の変更前であれば、本件社債の新株予約権の行使期間以前だけでなく、本件社債の発行日前でもあった<sup>(91)</sup>。こうした一連の流れを見る限り、本件社債の発行は実質的には新株の発行と同一であると解するのが妥当であるようにも思える。

ただ、本件においては、新株発行における有利発行の基準

「社債B」  
払込期日及び発行日：二〇〇二年二月二四日  
発行総額：二億二五〇〇万円  
新株予約権の発行価額：無償

新株予約権の行使請求期間：二〇〇二年二月三〇日から  
二〇〇七年二月二三日

転換価額：社債発行を決議した取締役会の開催日の直前に二週間の東京証券取引所における終値平均に二・七%割増した一五、〇〇〇円

募集方法：特定海外投資家による個別買引受による私募

「社債C」

払込期日及び発行日：二〇〇三年一月二六日

発行総額：一億七二五〇万円

新株予約権の発行価額：無償

新株予約権の行使請求期間：二〇〇三年一月三〇日から  
二〇〇八年一月二四日

転換価額：社債発行を決議した取締役会の開催日(二〇〇二年二月七日)の後日に開催された社債発行総額等変更を決議した取締役会の開催日

(二〇〇三年一月八日)の前日の終値の四・二%の割引である一、五〇〇円

募集方法：特定海外投資家による個別買引受による私募

他方、本件社債の発行条件は概ね下記の通りである。

「本件社債」

払込期日及び発行日：二〇〇二年九月一七日

発行総額：七億五〇〇〇万円

新株予約権の発行価額：無償

新株予約権の行使請求期間：二〇〇二年一月一〇日から  
二〇〇七年九月二六日

転換価額：社債発行を決議した取締役会の開催日の直前に四週間の東京証券取引所の終値

平均(八、六四六円)に対し七・四七%の割引である八、〇〇〇円

募集方法：特定海外投資家による個別買引受による私募

そこで、Xが主張するところの「特に有利な低廉価額」、あるいは「極安値」とであるとすると本件社債の転換価額につき、

(二八〇条ノ二第一項八号)を類推適用したとしても、既に検討を加えたように、本件社債の発行価額は「特に有利なる発行価額」ではないと結論づけられよう。

注

- (1) 江頭憲治郎『株式会社・有限会社法』六六三頁(有斐閣、第四版、二〇〇五年)参照。
- (2) 平成一三年改正法により、新株予約権の発行が認められたことに伴い、改正前の転換社債及び新株予約権付社債についての規定が整理された。改正法では、社債は普通社債と新株予約権付社債に分類された(加美和照『会社法』四二三頁(勁草書房、第八版補訂版、二〇〇五年)参照)。そして、新株予約権付社債は、改正前の転換社債と新株引受権付社債に相当するものに分けられ、前者が、いわゆる転換社債型新株予約権付社債である。なお、既に示しているように、本件社債は転換社債型新株予約権付社債である。本評釈では、特に断りのない限り、新株予約権付社債とは転換社債型新株予約権付社債を意味するものとする。
- (3) 日本経済新聞の集計によると、普通社債の発行額は

五兆七七〇億円と前年比二二%減、九年ぶりに六兆円を割り込んだ。一方で、エクイティファイナンスは三兆六六〇億円と七七%増加した。過去十年間では一九九六年(六兆二〇〇億円)に次ぐ水準である(日本経済新聞二〇〇四年二月三日・同二〇〇四年二月二九日参照)。

(4) MPOは、財務内容が劣る、あるいは、業績不振の企業が行う例が多い(日経金融新聞二〇〇四年七月九日)。

(5) MPOにおける証券会社サイドのメリットとしては、通常、一括購入する転換社債型新株予約権付社債には転換価額が毎月修正される条項(転換価格修正事項)が付けられており、直近一定期間の株価の平均値に九〇%程度を掛けた値が転換価額とされている点が挙げられている(日経金融新聞二〇〇四年六月十八日参照)。なお、転換価格修正事項付社債は、MSCB (Moving Strike Convertible Bond)と呼ばれているが、このMSCBを欧米において発行する場合、取引所規則等によりMSCBに関連する発行体の詳細な情報開示が高い頻度で義務づけられる等の規制を受けるのに対し、

新株予約権付社債につき株主による発行後の無効確認請求規定が存在しないことは株主による無効確認請求は許さない趣旨であると判断した事例

- 日本にはこれに対応する規制は無い(日経金融新聞二〇〇五年四月二二日参照)。
- (6) 日経金融新聞二〇〇四年六月十八日参照。
- (7) 念のためではあるが、本件社債はMPOにより発行されたものではないことを確認しておく。本評釈ではあくまで、転換社債型新株予約権付社債の発行が新株発行と同様の効果を有しうるものであることの例示として、MPOを取り上げているに過ぎない。
- (8) 最判昭和四〇年一〇月八日・民集一九卷七号一七四五頁、最判昭和四六年七月一六日判決・判例時報六四一号九七頁、及び、森本滋・新注会(11)二八〇ノ二注釈八七参照。
- (9) 河本一郎『現代会社法』三六〇頁(商事法務、新訂第九版、二〇〇四年)参照。
- (10) 吉原和志ほか『会社法2』六七頁(黒沼悦郎担当)(有斐閣、第四版補訂版、二〇〇四年)参照。なお、このような脱法のおそれは、「第三者に対する有利発行をいかに厳格に規制しても、潜在的株式の発行によりその規制を免れる行為を防止できない」ことを結果する危険にも通じうる(昭和五六年改正法により導入され

た新株引受権付社債に関して検討を加えた論文(関俊彦「新株引受権付社債制度が提起した問題」民商法雑誌八六巻一号二四頁(一九八二年)を参照)。

(11) 大隅健一郎・今井宏『最新会社法概説』二七三頁(有斐閣、第六版、二〇〇四年)参照。

(12) 黒沼・前掲注(10)六七頁参照。

(13) 青竹正一『会社法』三一八・三三一頁(信山社、初版、二〇〇三年)参照。

(14) ただ、新株予約権付社債の発行を無効とする判決が実際に出た場合に、当然に新株の無効と直結するのかどうかについては、非常に難しい問題であり(龍田節「新株予約権について」別冊商事法務二六六号三頁(二〇〇三年)参照)、結論的には、取締役の責任問題等として処理するのが相当であろう(近藤弘二・新注会(11)二八〇ノ一五注釈一五(b)参照)。すなわち、法令違反により会社に損害を発生させた場合には、取締役が任務懈怠があれば、その取締役は、会社に対し、その損害を賠償する責任を負い(二六六条第一項五号)、また、その職務を行うにつき悪意または重大なる過失があるときは第三者に対して損害賠償責任を免れず

新株予約権付社債につき株主による発行後の無効確認請求規定が存在しないことは株主による無効確認請求は許さない趣旨であると判断した事例

- (二六六条ノ三)、さらに、場合によっては、取締役解任の訴えの事由(二五七条三項)ともなりえよう(鴻常夫・新注会(11)三四一ノ二注釈三〇参照)。
- (15) 資料版/商事法務二五一号二〇八頁(二〇〇五年)参照。なお、この株主総会決議無効確認訴訟は、二〇〇五年一月七日、高松高裁へ控訴されている。
- (16) 商事法務一七二〇号八三・八五頁(二〇〇五年)参照。
- (17) 平成一七年(三)第二〇〇二一号新株予約権発行差止仮処分命令申立事件(商事法務一七二六号四七頁(二〇〇五年))。
- (18) この点、後述の通り、本件社債発行に関するY社の取締役会決議は二〇〇二年八月二六日に行われ、本件社債の発行日、新株予約権の行使期間は当初それぞれ二〇〇二年一〇月八日、二〇〇二年一〇月八日から二〇〇七年九月二六日であった。しかしながら、後述のように、二〇〇二年八月三〇日に、Y社取締役会は本件社債の及びにつき変更し、それぞれ、二〇〇二年九月一七日、二〇〇二年九月二〇日から二〇〇七年九月二六日、とした。その後、本件社債の新株予約権全てが新株予約権行使期間の初日である二〇〇二年九月二〇日に行使された(Y社が二〇〇三年九月二九日に関東財務局長に提出した有価証券報告書参照)。これは、まさに発行後極めて短期間に行使されている事例である。それゆえ、「ニッポン放送新株予約権発行差止・異議申立事件地裁決定」が示した基準に照らし合わせると、本件新株予約権の発行は、実質的には新株の発行と同一であると推定可能であるかもしれない。なお、本件社債の新株予約権の全てが行使された二〇〇二年九月二〇日は、上記の発行条件の変更前であれば、本件社債の新株予約権の行使期間以前だけでなく、本件社債の発行日前でもあった。
- (19) すなわち、新株予約権の発行が実質的には新株発行と同一であると認められる特殊な事情。なお、ニッポン放送新株予約権発行差止・異議申立事件において、当該新株予約権が有利発行か否か、といった議論は主たる争点ではなかった。
- (20) これは、実質的には、新株発行における有利発行の基準を新株予約権に類推適用しているとも位置づけうる。
- (21) 新株予約権付社債の市場規模は一〇兆円以上であるとされる(龍田節ほか「転換社債型新株予約権付社債2」別冊商事法務二六六号四九頁「大島眞発言」(二〇〇三年)。なお、二〇〇四年度(二〇〇四年四月から二〇〇五年三月)の上場企業のエクイティファイナンスは三兆六〇〇億円であるが、そのうちの約六〇%(二兆九〇〇億円)は転換社債型新株予約権付社債による資金調達である(日本経済新聞二〇〇五年四月三日参照)。
- (22) 会社法(案)(平成一七年三月一八日閣議決定・三月二二日国会提出・六月二九日成立)八二八条四項では新株予約権発行の無効・新株予約権付社債発行の無効の訴えにつき規定している。
- (23) 前掲注(18)参照。
- (24) この点、転換社債型新株予約権付社債を、先に示したMPOにより発行する場合には、新株予約権の評価者や当該新株予約権を適法とした弁護士の名義等も公示事項に含めるべき、との見解(佐々木裕昭「十字路…転換価額の下方修正条項」日本経済新聞夕刊二〇〇五年三月二五日参照)もある。
- (25) 江頭憲治郎ほか「新株予約権・種類株式をめぐる実務対応(上)」商事法務一六二八号一頁「原田晃治発言」(二〇〇二年)、黒沼悦郎「公開会社における種類株式・新株予約権の効用と問題点」民商法雑誌一二六巻四・五合併号四五八頁(二〇〇二年)、及び、江頭・前掲注(1)六〇二・六一四頁参照。より直截に、本改正の目的は有利発行まがいのエクイティファイナンスを避けるためであるともいえる(塚本奈津実「海外へシフトを強める『新株予約権付社債』」日経公社債情報一三四一号五頁(二〇〇二年))。
- (26) 江頭ほか・前掲注(25)八頁「前田雅弘発言」。
- (27) 鴻常夫・新注会(11)三四一ノ二注釈三一・三四一ノ八注釈三〇、及び、飯屋広郷「新株予約権・新株予約権付社債——有利発行の問題を中心に」ジュリスト一三三〇号二八頁(二〇〇二年)参照。なお、山下友信「ワラント債から見た日本の企業金融と会社法」落合誠一編「論文から見る現代社会と法」一七九頁(有斐閣、一九九五年)は「現行法では公募時価発行する場合に、発行時の株式の時価によって発行価額を決めて行えば、これは、有利発行でも何でもなく……公正



新株予約権付社債につき株主による発行後の無効確認請求規定が存在しないことは株主による無効確認請求は許さない趣旨であると判断した事例

- な発行価格であるといふふうに信じられている。( )。しかし、……株価との関係だけで、新株発行の有利性が決められるのは、どうも素朴な直感で考えると、あまり合理性がないようにも思われます。加えて、エクイティ社債においては、……そもそも有利発行規制の及ぶ基準などについても不明確なわけで問題はもっと大きいのではないかと思います」とする。
- (28) 江頭ほか・前掲注(25)八・九頁「前田雅弘発言」。
- (29) 藤田友敬「オプシヨンの発行と会社法」下「商事法務一六三三号三四頁(二〇〇二年)参照」。
- (30) 藤田・前掲注(29)三四頁参照。
- (31) 江頭憲治郎「平成一三年通常国会・臨時国会による商法改正について」商事法務一六一七号七九頁(二〇〇二年)参照。
- (32) 藤田友敬「オプシヨンの発行と会社法」上「商事法務一六二二号二頁(二〇〇二年)参照」。
- (33) 藤田・前掲注(32)二頁参照。また、龍田節ほか・前掲注(14)一三頁「川口恭弘発言」(二〇〇三年)は「中間試案では新株予約権は公正な価額でなければ発行できないとなっていたのが、改正法では、特に有利な条件といふふうに変った」と指摘する。
- (34) 前田庸「商法等の一部を改正する法律案要綱の解説」上「商事法務一六〇六号一六頁(二〇〇一年)参照」。
- (35) 黒沼・前掲注(25)四五九頁、及び、神田秀樹「会社法」二二七頁(弘文堂、第四版補正二版、二〇〇四年)参照。なお、こうした考え方においては、平成一三年改正法が、わざわざ、社債と新株予約権の発行価額を別途決議することを求めた意義に対する議論は棚上げされることになる。なお、「新株予約権付社債の募集価額を一〇〇とする、社債が一〇〇、新株予約権は〇と書くことが実務慣行化している。( )。……なぜそうになっているか」というと、日本証券業協会……が発表したもの(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」商事法務一六一八号三三頁)、そう書けと記述されており、実務は専らそれに従っている(江頭憲治郎「新株予約権に関する諸問題」法学教室二七七号四〇頁(二〇〇三年))。この点、そうした無償発行の実務慣行化を「既成事実化」と評するむきもある(塚本・前掲注(25)五頁参照)。尚、藤田・前掲注後は二〇〇二年六月二〇日( )と新株予約権の行使期間の延期(変更前は二〇〇二年六月五日から二〇〇七年五月二四日まで、変更後は二〇〇二年六月二四日から二〇〇七年五月二四日まで)、C社債は発行総額の変更(三億円から一億七二五〇万円への変更)、転換価額の変更(変更前は、B社債と同一条件の社債発行を決議した取締役会の開催日の直前一二週間の東京証券取引所における終値平均に二・七%割増した一五〇〇〇円であったが、変更後は、社債発行総額等変更を決議した取締役会の開催日(二〇〇三年一月八日)の前日の終値の四・二%の割引である一、五〇〇円となった)等である。それゆえ、既述の通り、Y会社は本件社債と同様な新株予約権付社債を(本件社債も含め)合計四本出しているのであるが、そのうち、本件社債も含む三本に対して、その後、社債発行条件の変更にかかる決議公告を出していることになる。
- (38) なお、江頭憲治郎ほか「会社法制の現代化に関する要綱案」の基本的な考え方「商事法務一七一九号二五頁「江頭憲治郎発言」(二〇〇五年)は「(本件)東京高裁の事案は、発行価格を問題にしているので、従来
- (29) 三四頁は「改正法の趣旨がどこにあるのかは必ずしもはっきりしないが、……新株予約権付社債の決議事項について、平成一三年改正法は、かなり大きな混乱の要因を作り出してしまったとの懸念がある。立法論的には、三四一条ノ三第二項の文言を修正したほうがよいようにも思われる」とする。
- (36) 転換価額が有利かどうかを転換時の株価で判定するのでは実際上收拾がつかない、それゆえ、新株予約権付社債の発行の時点で判断するしかない(神田・前掲注(35)二二七・二二三八頁参照)。
- (37) 本件社債は二〇〇二年九月二日、A社債は二〇〇二年六月五日、B社債及びC社債は二〇〇三年一月一日に、それぞれ、社債発行条件の変更にかかる決議公告が出された。なお、本件社債は払込期日及び発行日の前倒し(変更前は二〇〇二年一〇月八日、変更後は二〇〇二年九月一七日)と新株予約権の行使期間の前倒し(変更前は二〇〇二年一〇月一〇日から二〇〇七年九月二六日まで、変更後は二〇〇二年九月二〇日から二〇〇七年九月二六日まで)、A社債は払込期日及び発行日の変更(変更前は二〇〇二年五月三〇日、変更

の判例からして、これは無効事由に当たらないといわれても仕方がない」とする。

- (39) 本件に関する評釈として、鳥山恭一「判批」法学セ  
ミナー五九九号一二二頁(二〇〇四年)、大塚和成「判  
批」銀行法務21六三六号五五頁(二〇〇四年)及び太  
田洋ほか「敵対的M&Aをめぐる最近の状況」太田洋・  
中山龍太郎編『敵対的M&A対応の最先端』二七頁  
(商事法務、二〇〇五年)等がある。

- (40) 前掲注(18)参照。