

# 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

川 口 幸 美

- 1 はじめに
- 2 MSCB の仕組みと問題点
- 3 新株予約権の有利発行規制との関係
- 4 結 論

## 1 はじめに

平成13年11月商法改正により導入された新株予約権付社債は、現在、大企業のみならず、多数の中小企業の資金調達手段として利用されている。さらに、会社法の施行により、新株予約権付社債の商品設計の選択肢が拡大したこともあり、今後も大いに利用されることが予想される。

しかし、その中には、経営状態の不振な、あるいは成長期にあることから、通常の公募では資金調達の困難な会社が、修正条項付転換社債型新株予約権付社債 (Moving Strike Convertible Bond)、いわゆる MSCB と呼ばれる新株予約権付社債の一種を発行して資金調達を行っている<sup>(1)</sup>。しかし、そ

八四

---

(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)」銀行の法務656号42頁 (2006)。

の発行内容は、会社法および証券取引法上、多数の問題を潜在的に有しているように見受けられる。

MSCBは、実務では一般に「(円貨建) 転換社債型新株予約権付社債」という名称で発行されている。かつては、「転換価格(下方)修正条項付転換社債」という名称で発行され、通常の転換社債と区別されていたが、新株予約権に関する規定を明確にした平成13年11月の改正商法施行後は、従来のワラント債(新株引受権付社債)と債権種別が同一となり、名称も新株予約権付社債に変更された。そして、種別が同一でも債権の内容が異なるため、転換社債は転換社債型新株予約権付社債、ワラント債は新株予約権付社債と区別して呼んでいる<sup>(2)</sup>。

平成13年の商法改正により、新株予約権の単独の発行が認められたことに伴い、改正前の転換社債および新株予約権付社債についての規定が整理され、社債は普通社債と新株予約権付社債に分類された。そして、新株予約権付社債は、改正前の転換社債と従前の新株引受権付社債に相当するものに分けられ、前者が転換社債型新株予約権付社債である。転換社債型新株予約権付社債の場合、新株予約権が行使された際に払い込みは要せず、これに代えて、社債の全額が償還される。

MSCBは転換社債の一種であり、転換価額が固定されておらず、発行後に市場価格を反映した形で市場価格より一定割合値引きされた金額に修正される社債である。平成13年商法改正により導入された新株予約権付社債は、さらに会社法の施行により商品設計の選択肢が拡大したこともあり、今後大企業のみならず、多数の中小企業の資金調達手段として利用されることが予想されている。一般的には、新株予約権の権利行使価格(と同時に株式への転換価額でもある)を株価に連動して上下に修正し、かつ修正を頻繁に(月次)行うものを指す。このうち、特にMSCBを証券会社に発行し、証券会

---

(2) 東証のホームページ内にある証券用語の「転換社債型新株予約権付社債」の解説を参照。

社がこれを株式に転換し、市場で徐々に売却する方法を第三者割当型ファインダンス、MPO（Multiple Private Offering）という<sup>(3)</sup>。これは、2000年以降、MSCBを特定の証券会社に対して第三者割当方式で発行し、引受証券会社は、その後、随時、転換社債を株式に転換し、一定の時間をかけて機関投資家等に相対で売却するものであり、経営不振の中小公開企業が利用することの多かった、いわゆるレッサーCBの海外私募の場合と異なり、大規模公開企業や経営が堅調な中堅公開企業が利用する事例も見られるという<sup>(4)</sup>。

しかし、MSCBを利用した資金調達については、第一に、ヘッジ・ファンド等の空売りにより権利行使価額を下げようとする動きを招来しやすいことが問題として指摘されている。すなわち、①MSCBが発行され、引受手であるヘッジ・ファンド等の空売りにより売り崩されて価額が下がる。すると、②ヘッジ・ファンドはこれを株式に転換するから、発行済株式数は膨れ上がり株式の大幅な希薄化が発生する。また、それだけ値動きが緩慢になり、株価は上昇しにくくなる。仮に上昇しても、上値には早く売りたい投資家の戻り売りがあり、売り圧力に晒されることになる。③それによってさらに株価が下がる。以後、②と③を繰り返すことになる。

また、転換価額が下方修正されるということは、株式に転換した時に得られる株式数が増加することを意味する。換言すれば、MSCBが発行されている状態で株価が下落すると、潜在的な株式数が増加し、一株当たりの価値の低下、すなわち株式の希薄化が進むことになる。その一方で、株価が上昇した場合は転換社債と同様、転換価額は変更されない。ただし、一部のMSCBについては、上限価額と下限価額を設けて、その範囲内で転換価額

---

(3) 2003年12月の野村証券によるいすゞの案件が最初であり、MPOは野村証券の登録商標である。他には、単に、第三者割当型案件、第三者割当型スキームとも呼ばれる。発行件数は2006年2月末時点において、約200件あり、優先株式を含む発行金額累計は約2兆円とも言われている。

(4) 「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。

が株価と連動する仕組みになっている。

第二に、1株当たりの権利行使価格が、常に、その時点の株価の90%程度になるように設計されている点が問題視されている。つまり、MSCBを利用したファイナンスは著しい株式の希薄化を招くだけでなく、発行会社の株価の大幅な下落を招きかねない、いわば発行会社の一般株主の犠牲の上に成り立つファイナンスといえる。その一方で、割当先は市場価格を常に下回る価格で転換することができ、また貸株や空売りと組み合わせると、莫大な利益を得ることができる場合が多い<sup>(5)</sup>。

現実にはMSCBを発行した会社は、その後、これを繰り返し、最後には破綻するケースもある。新規事業に展開すると発表しながら、何も始めた気配が見られず、いつの間にか撤退し、特別損失を計上する例も少なくない。そして、いつしか資金を食い潰してしまう。

## 2 MSCBの仕組みと問題点

### (1) MSCBの仕組み

一般に、MSCBの発行は、特定の引受手に対して発行する私募形式（株式の第三者割当に近い）で行われ、具体的には海外タックス・ヘブンを本籍を有するヘッジ・ファンドが引受けることが多いようである。

転換社債型新株予約権付社債は普通社債と異なり、事前に決められた転換価額で社債を株式に転換できる。引受手は転換価額よりも、株価が上昇すれば社債を株式に転換し、これを売却し、キャピタル・ゲインを得ることができる。逆に転換価額よりも株価が下落した場合は、転換せずに満期日まで待つことで、社債としての利息を受領することもできる。このように、普通社債に比べて有利な条件を持つため、通常、利息は低めに設定されている。

---

(5) 古山正明「下方修正条項付転換社債型新株予約権付社債をめぐる法的諸問題」ビジネス法務11月号96頁（2005）参照。

転換社債の場合、発行時に一株当たり何円で株式への転換が行われるか、すなわち転換価額が決定され、株式分割などの場合を除いて転換価額は固定されているのに対して、MSCBでは、発行時に決定される価格よりも株価が下がった場合、それに合わせて転換価額も下方修正される。ただし、転換価額の下限が予め設定されているものもある。例えば、当初の転換価額を500円として、その当初転換価額の50%を転換価額の下限と定めていた場合、転換価額の下限は $500 \times 50\% = 250$ 円となる。

一方、転換価額の下限が定められていない場合は、株価に連動して際限なく低下することになる。もっとも、株価は実際には1円未満には下がらないので、1円が下限となる<sup>(6)</sup>。転換価額が下方修正されるということは、株式に転換した時に得られる株式数が増加することを意味し、MSCBが発行されている状態で株価が下落すると、潜在的な株式数が増加し、一株当たりの価値の低下、すなわち株式の希薄化が進むことになる。

たとえば、2005年にライブドアがニッポン放送買収資金を調達するために、リーマン・ブラザーズ・アジアを引受人とする総額800億円のMSCBを発行した事例では、その発行条件は、①当初転換価額は450円とする、②毎週金曜日にその週の水、木、金曜日のそれぞれの売買高加重平均価格（VWAP: Volume Weighted Average Price）を足して3で割った値の90%に転換価額を修正する（祝日の場合は前日に遡る）、③下限転換価額は157円とする、といった内容であった。②の売買高加重平均価格は、その日の売買代金をその日の売買株式数で除して求められる。要するに、その日の平均売買単価であり、その日の高値と安値の間には必ず位置するが、始値と終値の間には必ずしも入らない。このVWAPを用いて、修正後転換価額（翌週月曜日以降の転換価額）=（水曜日のVWAP+木曜日のVWAP+金曜日のVWAP） $\div$  3 $\times$ 90%を求め、この価格が従来の転換価額よりも高い場合は転換価額の上

(6) しかしながら、株式併合が行われた場合はこの限りではない。たとえば10株を1株に併合する株式併合が行われた後、株価が10円未満に下落した場合は、併合前の株価に換算すれば1円未満となる。

方修正（転換株式数は減少）、低い場合は下方修正（転換株式数は増大）が行われる。修正後の転換価額は3日間のVWAP平均の90%であるため、常に、転換価額が株価の10%割引程度に修正される点に注意を要する。仮に、当初の転換価額で全て株式に転換した場合、ライブドアの発行株式数は800億÷450＝約1億7780万株となり、下限転換価額での転換となった場合は、800億÷157＝約5億960万株、それぞれ増加する計算になる。2005年1月時点でのライブドアの発行済株式総数が1億3640万株であったから、最高、約6億4600万株<sup>(7)</sup>となる。これは、既存株主にとって決して無視できない数字と言えよう。

このような弊害を考慮してか、東京証券取引所では、平成16年11月に上場基準を改正し、MSCBのうち、新株予約権の転換価額の修正（リセット日ともいう）が6ヶ月未満の間隔で行われ、さらに下方修正転換価格が参照価格を下回って決定されるものは上場を認められないことになった<sup>(8)</sup>。

## (2) MSCBの位置付け

海外発行型新株予約権付社債と並んで、近年、国内では証券会社に対する第三者割当による新株予約権付社債の発行（MPO）が盛んであることは前述したとおりである。MSCBの場合、証券会社および発行会社は、通常の公募であれば必要とされる引受審査、有価証券届出書、ならびに目論見書の作成とこれに関係する開示責任が不要とされ、しかも、取引の実質は、その証券会社の顧客にだけ値引きして上場株を売買するようなものであり、証券

(7) 「会社四季報（2005年版）」のライブドアの資本異動欄を参照。

(8) 新株予約権の権利行使の条件が適当と認められないものとして、(a)転換価額の修正がおおむね6ヶ月に満たない間隔で行われること、(b)転換価額の修正に係る株価参照日が5日未満であること、(c)修正後の転換価額を、株価参照日における株価の終値における平均値を下回る値段とすること（転換価額の上方修正のみが行われる場合を除く）、の3つである。東証のホームページ内にある、転換社債型新株予約権付社債の上場審査基準を参照した。

会社にとっては魅力的なスキームであり、顧客獲得としても都合が良く、発行が増加するのは当然のことといえるだろう。

この資金調達スキームの実態は社債というより、通常の公募の引受審査を通過することはできないが、エクイティによる資金調達を望む企業による公募増資の代用品として利用されているに近い。つまり、発行当初から、新株予約権の全部が行使されることが企図されており、基本的に社債が償還されることは想定されておらず、新株予約権付社債の割当を受けた証券会社は、長期保有したり、社債のまま売却するのではなく、短期間に新株予約権を行使し、取得した株式を市場で売却しているようである。

MPO は、社債権者が一または数社の証券会社しか存在せず、また社債が譲渡されることも想定されていないので、社債の募集要項に加えて、発行会社と証券会社との間の割当契約によって、社債権者の権利内容を定めることが可能である。そのため、割当契約に新株予約権の行使の時期についての条項を設けることにより、多様な新株予約権付社債が商品として発行されてきた。もっとも、割当契約があれば、いかなる定めを置くことも可能であると考えべきではなく、募集要項の内容と完全に相反し、新株予約権としての本質に重大な影響を及ぼすような条項を置くことは、許されないと解すべきであるし、また、新株予約権付社債の商品性を決定付けるような重大な条項が割当契約に定められる場合には積極的にこれを開示すべきであろう。

最近では、下限転換価額の設定や、修正日の設定による潜在株式数の明示など、株式の希薄化に一定の制限をかけるようになったことや、情報開示が進歩しつつあり、資金需要が高いものの、信用力がやや劣る企業にとっての資金調達手段の一つとして、普及している。全ての MSCB を悪材料と見なすのではなく、その資金調達は企業にとって必要なものであるか、社債や借入金と比較していずれの方法が一株利益の拡大に繋がるか、転換価額下方修正のリスクはどの程度か、修正条項を設ける場合何%程度の修正ならあり得るかといった、各企業の事情を考えた上で判断するべきであると考えられる。MSCB は使い方によっては合理的な資金調達手段として企業価値の向上に

も資する側面があることは否定できない。したがってその特徴を押さえた上で、増資や社債発行等と同様に、ファイナンスの一種として分析することが必要である。

### (3) MSCBの問題点

以上をまとめると、MSCBの問題の本質は、既存株主から引受手への著しい利益移転を発生させる可能性が高い構造を有している点にあると考えられる。

発行決定時における既存株主から引受手への利益移転の問題は、従来のオプションや転換社債においても指摘されているところであり、評価が難しいことを理由に一律にこれを禁止することは妥当ではない。しかし、MSCBの場合、発行会社と引受手との間で何らかの行為規制が約定されているか否か、事前の情報開示と、実際に引受後、どのような行動をとったかという事後の情報開示が極めて重要である。これが提供されない限り、投資家に自己責任を求めることは非合理であろう。したがって、この点に関する適切な情報開示の有無がMSCBの当否を決定する鍵となると考えられる。現在の会社法に定められた公告や証券取引法の適時開示規制では、投資家は転換条件等からある程度は予測できるものの、例えば引受手が取得した株式の一定期間のロック・アップの有無といった情報は開示が強制されていない。とはいえ、開示事項として特定されていなくても、法解釈上は重要な事項の不開示(material omission)の責任を負う可能性は当然ながらあると言えよう。

この点、東京証券取引所は、平成18年3月22日、「上場制度の改善に向けたディスカッション・ペーパー」を公表し、パブリック・コメントを加えた後、6月22日に今後の上場制度の整備に向けた基本的な実行指針である「上場制度総合整備プログラム」を策定した。この中において、株式、新株予約権または新株予約権付社債の発行における通常の開示内容に加え、発行価額が時価よりも低い価額で設定されている場合やMSCBの発行の場合における開示内容の充実<sup>(9)</sup>を行うことを喫緊の課題として挙げている。

このように、MSCB に対する経済的側面から見た評価と実務の努力を踏まえてなお、MSCB には、やはり検討すべき重要な問題が残されているように思われる。

たとえば、会社法上の問題点として、①新株予約権の有利発行（旧商法341条ノ3第3項。会社法238条3項、239条2項）の当否、②新株予約権の公告内容の適否、③取締役の資本授權枠との関係が、また、証券取引法上の問題点として、④引受人の定義の見直しの要否<sup>(10)</sup>、⑤ヘッジ・ファンドの空売り等の引受手の事後的な行動に対する規制の適否と空売り規制等が挙げられる<sup>(11)</sup>。

そこで、本稿ではこれらのうち、会社法上の新株予約権の有利発行規制と公告の記載内容の問題を中心に取り上げて、検討することにしたい。

### 3 新株予約権の有利発行規制との関係

#### (1) 新株予約権付社債の概要

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

- 
- (9) 具体的には、「当該発行の適法性についての法律専門家の意見」、「割当先の選定理由」、「割当先の保有方針」等の開示（割当先がファンドである場合の開示の充実を含む）を挙げている。
- (10) 証券会社が発行会社から総額を引き受ける場合、その役割がいわゆるアンダーライターに当たるのではないか、すなわち引受人の定義の見直しが問題となると予想される。
- (11) 証券取引法の禁止行為として検討されるべきであるが、こうした行為を規制するのは、規定上必ずしも容易ではなく、また、たとえ禁止規定が設けられたとしても、規制当局がこの禁止行為を摘発できるか、現実には期待がたいといえよう。むしろ、引受手が採りうる行動と実際に採った行動に関する情報開示が行われれば、評判のメカニズム等により、機会主義的行動に走る引受手が市場で淘汰されることも有り得るから、その意味で情報開示がもつ意義は大きいと考えられる。また、この問題につき梅本剛正「MSCB と不公正取引」民商法雑誌134巻6号125頁（2006）がある。

(会社法2条22号)、新株予約権に関する規定(会社法236条以下)と社債に関する規定(会社法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き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(会社法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(委員会設置会社の場合は執行役)に委任することができ(会社法239条1項・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(会社法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(会社法238条1項1号)、②募集新株予約権と引き換えに金銭の払い込みを要しないこととする場合にはその旨(会社法238条1項2号)<sup>(12)</sup>、③②以外の場合には、募集新株予約権の払い込み金額またはその算定方法(会社法246条1項3号)、④募集新株予約権の割当日(会社法238条1項4号)、⑤募集新株予約権と引き換えにする金銭の払い込みを要するときはその期日(会社法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(会社法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(会社法238条1項7号)の各事項を定めなければならない。

旧商法においては、新株予約権の行使により社債の全額が償還される代わ

(12) 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)、払い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』702頁注(8)(有斐閣・2006)参照。

りに、償還金額と同一額の金銭が新株予約権の行使時の払い込みに充てられる、いわゆる代用払い込みとみなすことができ（旧商法341条ノ3第1項7号）、このような定めのある新株予約権付社債を転換社債型新株予約権付社債と呼んでいた。

会社法においては、代用払い込みその他の新株予約権付社債に付された新株予約権の行使方法に関する独自の規定はなく、新株予約権の規定がそのまま適用される。そして、新株予約権の行使に際して行われる出資の目的物は金銭に限定されず、その価値が社債の償還金額と異なっても良いとされている（会社法236条1項2・3号）。

したがって、新株予約権の行使に伴い、社債の一部を社債権者に償還し、残りを新株予約権の行使の際に出資に充てることも可能である。たとえば、新株予約権の行使により交付される株式の数の計算において、旧商法下では端数が生じた場合、これを切り捨てて現金による調整は行わないのが一般的であったが、会社法ではこのような端数に相当する金額を現金で償還し、残額分の社債を出資に充てることにより、調整を行うことが可能となった<sup>(13)</sup>。

## （2）新株予約権の有利発行（会社法247条）

通常、MSCBの1株当たりの権利行使価格は、常にその時点の株価の90%程度になるように設計されているが、このようなMSCBが株主以外の第三者に対して発行される場合には、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）。

---

(13) 会社法では新株予約権付社債に付された新株予約権の行使に際して社債が現物出資されるものとするのが一般的であった。しかし、新株予約権の行使と同時に社債が償還され、償還金そのまま新株予約権の行使に充てられると考えることも可能であると思われる。証券取引法研究会編『新会社法の検討－ファイナンス関係の改正－』〔別冊商事法務298号111頁〕（商事法務研究会・2006）。

会社法は、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・定款違反に該当すると考えられる。

実務では、日本証券業協会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によれば<sup>(14)</sup>、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%以上とされている場合、問題にはな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<sup>(15)</sup>、これに従っていれば適法とする処理が実務上は確立したとの見方もある<sup>(16)</sup>。

しかし、従来、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。転換請求から株券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なく、しかも転換権行使の時期を自由に

---

(14) 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。

(15) 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。

(16) 江頭・前掲注12書681頁注（3）参照。

選択でき、リスク・コントロールを柔軟に行える MSCB の引受手の立場は、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<sup>(17)</sup>。

平成13年改正以前は、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、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あったと指摘されていた<sup>(18)</sup>。同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、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ためであったが、理論的根拠に乏しい不十分な規定であった（平成13年11月改正前商法341条ノ8第3・4項）。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目的があったとされている<sup>(19)</sup>。

平成13年11月改正商法では、新株予約権付社債について、社債の発行価値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

---

(17) スクランプル・前掲注4文献118頁参照。

(18) 江頭憲治郎「ストック・オプションのコスト」『竹内昭夫先生追悼・商事法の展望』174頁（商事法務研究会・1998）参照。

(19) 江頭・前掲注12書697頁注（2）。

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る<sup>(20)</sup>。

すなわち、平成13年改正以前は、転換社債と新株引受権付社債につき、転換権または新株引受権の行使によって生じる新株の発行に着目して、新株の有利発行との比較で、転換社債や新株引受権付社債の有利発行が論じられる傾向が強かった。なぜなら、前述の考え方からは、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く、その理由として、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い込まれるからであると説明されてきた。このような見解からは、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、「特に有利」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、「特に有利」の判断は、転換権または新株引受権自体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、新株予約権についての一般的な規定を設けたため、新株予約権付社債の場合についても、一般の新株予約権に関する規定の考え方との整合性を取ることが妥当であると考えられるから、学説の考え方に立ち、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べきである<sup>(21)</sup>。

会社法は、新株予約権が株式と同様の経済的実質を有することを重視し、株式に準じて、一定の場合に新株予約権者に買取請求権を認め、また、募集新株予約権に関する規定を設け、新株予約権付社債の規制の仕方を整理するなど、詳細な規定を整備した。そして、①新株予約権を払い込みを要しない（つまり無償）で発行し、それが新株予約権を引き受ける者に「特に有利なる

---

(20) 神田秀樹『会社法（第8版）』284-85頁注2）・3（弘文堂・2006）。

(21) 神田・同書285頁。

条件」である場合、②払込金額が新株予約権を引受ける者に「特に有利な金額」である場合は、株主総会の特別決議が必要とされる（238条2項、239条、240条1項、309条2項）。また、これらの場合、募集株式と同様に、株主総会で取締役は理由を説明しなければならない（会社法238条3項、239条2項）。

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、特に有利か否かを判断することになる。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2項ツリーモデルといった算式を利用している<sup>(22)</sup>。本稿では詳細に立ち入らないが、これらのオプション価格評価モデルによって、コール・オプションの合理的な評価方法、およびある幅をもった合理的な評価額が存在する点に注意を要する<sup>(23)</sup>。

通常、転換社債型新株予約権付社債の経済的価値の評価方法は、おおよそ2つある。一つは、新株予約権の部分と社債の部分それぞれの経済的価値を別個に算出する方法である（分離評価）。この評価方法に基づいて有利発行か否かを判断する場合には、当該CBの金利コストと、同一会社が同一条件の普通社債を発行した場合の金利コストの差額の割引現在価値と、ブラック＝ショールズ・モデル等による新株予約権の評価額とを比較することになる。

これに対し、もう一つの評価方法は2項（多層）ツリーモデル等により<sup>(24)</sup>、新株予約権部分と社債部分とを一体的に評価する方法（一体評価）であり、これによれば、有利発行の成否は一体評価額とCBの発行価値との比較によって判断されることになる。

学説上は、経済的価値の評価方法について、分離評価を支持する見解が多いが<sup>(25)</sup>、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

---

(22) 神田・同書137頁注1）参照。

(23) 江頭・前掲注12書696－97頁。

(24) ツリーモデル（格子モデル）について、児玉雄一「MPOにおける発行証券の評価方法」旬刊経理情報1072号20頁（2005）参照。

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幅をもった合理的な評価額を算定し得るにすぎない<sup>(26)</sup>。しかし、MSCBの場合は、分離評価は誤解を招きやすく、あまり適切ではないと考えられる。なぜなら、MSCBの場合、転換価額、すなわち実際上の予約権の行使価額が変動するだけでなく、予約権の対象株式数も変動するにも関わらず、分離評価によるときは、そうした事情が考慮されないからであると指摘されている<sup>(27)</sup>。

後述するが、MSCBが有利発行に該当するか否かを判断するためには、権利行使価格（転換価額）の有利性に加えて、新株予約権の権利内容に関する公告の方法を検討しなければならない。社債としての転換価額のみを見て判断するのではなく、利率や発行価格、償還価額その他の発行条件をも勘案して総合的に判断すべきである。すなわち、有利発行の成否は転換社債の場合、主として普通株式への転換権の価値に見合うだけの社債利子のディスカウントの利益を発行会社が享受しているか否か、また、その発行会社の受けた利益と既存株主が被る損害とを比較衡量して判断されるべきであろう。

しかし、それでもなお、MSCBの発行は有利発行に該当し、株主総会の特別決議による承認を要する場合が多いものと考えられる。なぜなら、下方修正条項が付されている場合には、転換価値の下限までは転換価額が下落し続けるから、転換権の理論価値が社債利子のディスカウント分とおおむね均衡していると解しうるような事例は少ないように思われるからである<sup>(28)</sup>。

いかなる内容のMSCBが有利発行に当たり、株主総会の特別決議を要するのか、またその場合に、実際に、既存株主はいかなる法的救済手段を取りうるのかについて、結論から言うと、常に権利行使価格が株価より低くなる

(25) 江頭憲治郎他「(座談会) 新株予約権・種類株式をめぐる実務対応 (上)」商事法務1628号16-18頁 [江頭発言・前田雅弘発言] (2002)。

(26) 江頭・前掲注12書697頁。

(27) 久保田安彦「本件批判」判例タイムズ1185号100頁注(15)(2005)参照。

(28) スクランブル・前掲注4文献118頁参照。

よう商品設計され、かつ転換価額に下限が設けられていないMSCBの発行は、著しい株式の希薄化と株価の下落を招く可能性が高い。それにもかかわらず、これをほぼ無償で引受ける場合、この者にとって、特に有利な条件または特に有利な金額であり、株主総会の決議を要する有利発行に該当すると考えられることに異論はないだろう。しかし、たとえば発行決定時の株価から何%以内の割引なら有利発行に当たらないといった、具体的な基準までを本稿で示すことは無理である。

前述した証券業界の自主ルールの範囲内で決定された権利行使価格ならば、有効であるとする見解（募集株式の発行等の決定時の株価に0.9を乗じた価格であれば有利発行ではない）も、修正条項により権利行使価格が株価に連動して、一定の期間内の株価の平均値の90%にリセットされ、しかも権利行使価格の下限が設けられていないようなMSCBの新株予約権の場合には、この自主ルール自体に経済的合理性がないことは明白である。

### （3）有利発行による差止請求・新株発行無効の訴えと公告の記載

新株予約権の有利発行規制との関係で、次に問題となるのは公告の記載である<sup>(29)</sup>。すなわち、MSCBの発行が有利発行に当たる場合、株主は新株予約権が発行される事前の救済として、有利発行による差止請求（会社法247条）を、事後には新株予約権の発行の無効の訴えを提起することが考えられる（会社法838条）。そして前者の場合は、新株予約権の発行が有利発行か否かを判断するために必要である。また、後者の場合、新株予約権付社債の発行が有利発行に該当しながら、株主総会の決議を欠く場合、その効力について、取引の安全を重視するという観点から、新株予約権の発行無効の訴えの原因事由にならないと解するのが判例・学説上一般的な見解である<sup>(30)</sup>。し

(29) 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』[別冊商事法務266号] 10-11頁、36-37、44-45頁（商事法務研究会・2003）。

(30) 江頭憲治郎他「(座談会)新株予約権・種類株式をめぐる実務対応(下)」商事法務1629号7頁[江頭発言・武井発言]。江頭・前掲注12書689頁参照。

かし、有利発行にも関わらず、株主への通知・公告を欠く場合には、無効原因事由にあたり、MSCBの発行の無効が認められることになる。

公開会社においては、募集新株予約権の有利発行に当たる場合を除き、取締役会が募集事項を決定することができ、割当日の2週間前までにこれを株主に対し通知・公告しなければならない(会社法240条2・3項)。ただし、証券取引法に基づく開示がなされている場合(有価証券の募集または売上の届出)を除く(会社法240条4項、会社法施行規則53条)。そして、この公告を怠れば、発行会社の取締役および執行役は100万円以下の過料に処せられる(会社法976条2号)。

公告に記載される募集事項には、募集新株予約権を無償発行する場合を除いて、募集新株予約権1個と引き換えに払い込む金銭の額(払い込み金額)とその算定方法が含まれるが(会社法238条1項2号)、この算定方法の記載内容をめぐって、学説と実務ではかなり認識の差があるように思われる。公告の欠缺は、前述したように有利発行による差止請求と、発行無効の訴えの原因事由の成否との関係で、重要な意義を持つてくる。たとえば、新株発行の場合の議論と同様に、公示がまったく行われなかった場合は、株主に差止請求権行使の機会を保障するために、新株予約権の発行無効の訴えを認めても差し支えないと考えられる。しかし、公告に記載はあるが、株主が有利発行か否かを判断するには不十分な内容であった場合、すなわち、その記載内容からは算定方法とその根拠が明らかでなく、記載された価格が有利発行か否かを株主が判断できないような場合に、株主が不利益を受けるおそれがあるとして差止請求を認めてもよいかということが問題になる。

平成13年11月改正時、新株予約権付社債の内容の公告等(旧商法341条ノ15第4項、280条ノ23)に関する立法担当者の説明をまとめると次のようになる。新株予約権の発行価額および権利行使価額の算定の理由を公告すべきこととしたのは、これらの算定の理由を開示させなければ、株主等が独自に新株予約権の対価の公正性を判断できないからである。算定の理由としては、公正価値の評価方法として、たとえばブラック＝ショールズ・モデルを採用

したということに加え、ボラティリティ等、その方式を利用して公正価値を算出するために必要な数値を開示すべきである。さらに、募集の方法を公告すべきこととしたのは、取締役が会社の支配権の維持を図るために、特定の者に対して新株予約権付社債を発行する場合が考えられるため、新株予約権の募集の方法が、著しく不公正な発行に当たるかどうかの重要な判断材料となるからである。無償で新株予約権を発行する場合に、無償で発行する理由の中には、新株予約権の公正価値を含むものと解すべきである。株主としては新株予約権の公正価値を明らかにされないと、その新株予約権の無償発行が有利発行に当たるかどうかの判断材料を、十分に与えられないことになり、その発行手続きが株主総会の特別決議を要するにもかかわらず、これを欠く違法なものかどうかの判断が、的確にできないことになるからである。社債の利率を普通社債より低く設定しているということも、ここでいう無償とした理由に当たるとされている<sup>(31)</sup>。

ところが、実際に発行されている新株予約権の発行価額および権利行使価額の算定理由は、MSCBを含めて、上記の立法担当者の説明にあるように、採用したオプション評価モデルの式やボラティリティ等、その式に代入した具体的な数値までを記載したものは、全体から見れば少数である。

たとえば、証券会社が作成し、発行会社が利用している転換社債型新株予約権付社債発行に関する取締役会決議公告の雛形を見ると、新株予約権の発行価額を無償とする理由およびその行使に際して、払い込むべき金額の算定理由につき、以下のように記載してある<sup>(32)</sup>。

「新株予約権は、転換社債型新株予約権付社債に付されたものであり、社債からの分離譲渡はできず、かつ新株予約権が行使されると代用払込により社債は消滅する。かかる社債と新株予約権が相互に密接に関連するこ

---

(31) 原田晃治「平成13年商法改正（11月改正）の解説 [IV]」商事法務1640号19頁（2003）。

(32) 証券取引法研究会編・前掲注29書【資料3】76頁参照。

とを考慮し、さらに新株予約権の理論的な経済価値と、新株予約権が付されそれと一体化した社債としての利率、発行価額、その他の発行条件により当社が得る理論的な経済的価値（傍線筆者）とを勘案して、新株予約権の発行価額を無償とした。本社債が転換社債型新株予約権付社債であることから、各新株予約権の行使に際して払い込みをなすべき額は本社債の発行価額と同額とし、当初の転換価額は、平成●年●月●日に株式会社東京証券取引所における当社普通株式の普通取引の終値（当日に終値のない場合は、その日に先立つ直近日の終値）に1.025を乗じて算出される金額とし、計算の結果1円未満の端数を生じた場合は、その端数を切り上げるものとした。」

旧商法は、新株発行に法的瑕疵があった場合、無効の一般原則によったのでは主張の方法・相手方・時期等に制限がなく、かつ対世効もなく、法的安定性に欠けるため、新株発行無効の訴えの制度を設けていた（旧商法280条ノ15以下）。しかし、具体的な無効原因についての規定はなく、解釈に委ねられていた。判例・学説上、何が新株発行の無効原因事由となるかについては、瑕疵の態様ないしそれによって侵害される利益といわゆる取引の安全を比較衡量して検討すべきであると考えられている<sup>(33)</sup>。そして、株式引受人の取引安全の要請、および拡大された規模での営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、無効事由を狭く解するのが妥当とされていた<sup>(34)</sup>。会社法下においても、このような基本的な考え方に変更はないだろう。

平成17年改正前商法下の判例であるが、社債については特に取引安全の確保の要請が高いことを理由に、新株予約権付社債発行の無効確認の訴えを否定するものがあった<sup>(35)</sup>。この判決に対しては、学説の批判が強かった<sup>(36)</sup>。

(33) 山下友信「新株の著しい不公正発行」『別冊ジュリスト会社判例百選 [第4版] 第72事件』225頁（有斐閣・1998）。

(34) 江頭・前掲注12書686頁。

この点、会社法では新株予約権の発行について、募集株式と同じく、新株予約権の発行無効の訴えが明文で定められ、募集株式の発行等の場合と同じく形成訴訟として、対世効があり（会社法838条）、無効が確定すれば社債発行部分についても無効となる（会社法828条1項4号・2項4号、834-37条、839条、842条）。当該新株予約権の行使により、株式の発行等が行われると株主の議決権に影響が及ぶため、画一的処理が必要とされるからである。そのため、現在は新株予約権付社債発行の無効確認の訴えの可否という従前の論点自体が消滅したことになるが、有利発行の判断基準と総会決議を欠く有利発行の効力についての問題は依然として残っている。また、新株予約権の発行の不存在の確認の訴えもある（会社法829条3号）。

従来、新株発行に関する事項の公示を欠くことについては、株主が新株発行の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にはならないと解するのが相当であるとの最高裁の判例がある<sup>(37)</sup>。これは、下級審判例の見解が分かれていた論点につき、最高裁が初めて立場を明確にしたものであり、その後の最高裁もこの判例を踏襲している<sup>(38)</sup>。

募集事項の公示を欠く新株発行の効力については、大別すると、学説は有効説、無効説、折衷説の3つに分かれている<sup>(39)</sup>。まず、無効説は、株主に

---

(35) 東京高判平成15・8・20金融商事判例1196号35頁 [控訴棄却]、[原審] 東京地判平成15・2・26金融商事判例1196号36頁。

(36) 大塚和也「本件批判」銀行の法務636号55頁（2003）、鳥山恭一「本件批判」法学セミナー599号122頁（2003）、吉行幾真「本件批判」名城法学55巻1号107頁（2005）、久保田・前掲注27文献96頁。

(37) 最判平成9・1・28・民集51巻1号71頁、判例時報1592号134頁、判例タイムズ931号185頁。

(38) 最判平成10・7・17判例時報1653号143頁参照。

(39) 学説の対立状況の詳細については、戸川成弘「新株発行事項の公示の欠陥」『別冊ジュリスト会社法判例百選第28事件』60-61頁（有斐閣・2006）を参照。

新株発行差止請求権の行使の機会を保障するという公示制度の立法趣旨を重視して、公示の欠缺は株主の差止請求権を不当に奪うことになるので、新株発行の無効原因となるとしている<sup>(40)</sup>。

これに対し、有効説は取引安全を重視して、公示の欠缺は新株発行の無効原因とならないとする。そして、新株発行が著しく不公正な方法でなされたことについても、取引の安全を理由に、新株発行の無効原因とはならないとしている<sup>(41)</sup>。しかし、有効説には新株発行の効力は、より実質的な無効原因の有無によって決すべきであるとして、公示の欠缺を新株発行の無効原因としない見解がある<sup>(42)</sup>。この立場は、新株発行が著しく不公正な方法によりなされたことについては、新株発行の無効原因になると解している。本件最高裁判決の原審は、この立場に近いものと思われる<sup>(43)</sup>。

最後に、折衷説は、株主に新株発行差止請求権の機会を保障するという立法趣旨に鑑み、原則として公示の欠缺は新株発行の無効原因となるが、公示の欠缺以外に差止事由が存しないことを会社が立証した場合には、新株発行は無効とならないとする<sup>(44)</sup>。そして、本件が、この立場に立ち、その後の

---

(40) 田中誠二『会社法詳論(下) [3全訂版]』975頁(勁草書房・1994)、田辺光政『会社法要説 [第9版]』376頁(税務経理協会・2005)、関俊彦『会社法概論 [新訂版]』501、503頁(商事法務研究会・2004)。無効説を取った下級審判例に、東京地判昭和45・3・17下民集21巻3・4号424頁、東京高判昭和47・4・18高民集25巻2号182頁等がある。

(41) 河本一郎『現代会社法 [新訂第9版]』301-303頁(商事法務研究会・2004)、神崎克郎『商法II [会社法] [第3版]』347-48頁(青林書院・1991)等。

(42) 吉本健一「新株発行による既存株主の法益侵害とその救済」阪大法学149・150号191-92頁(1989)。

(43) 東京高判平成7・10・25判例時報1639号127頁はこの立場に立っているとされる。戸川・前掲注39書61頁参照。

(44) 鈴木竹雄「新株発行の差止と無効」『商法研究III』235頁(有斐閣・1971)、龍田節『会社法 [第10版]』289頁(有斐閣・2005)、江頭憲治郎『株式会社・有限会社 [第4版]』618・628頁(有斐閣・2005)、前田庸『会社法

最高裁がこれを踏襲しているので、判例の立場は、ほぼこの折衷説に固まったといえるだろう。その結果、最高裁判決の立場に従うと、公示を欠く新株発行であっても、それだけでは新株発行無効の訴えの原因事由とはならないことになる。

もちろん、公告の算定理由に、オプション評価モデルや代入された数値が記載されているからといって、株主がそれを見て、自分で計算し、有利発行か否かを判断できると期待するのは非現実的な話のような気もする。しかし、MSCBの場合、発行会社から新株予約権を引き受けるのは証券会社やヘッジ・ファンドといった機関投資家、いわば投資のプロがほとんどである。これに対して、利益を侵害される可能性のある既存株主には、当然、ある程度の個人投資家が含まれると思われ、両者の知識・経験・情報量には明らかに格差が存在すると思われる。

しかも、実際に、株主が新株予約権の有利発行を理由とする差止請求や発行無効確認の訴えを提起するときには、株主の側で、特に有利な条件・価格であること、およびその発行により不利益を被ることを主張、立証しなければならない（会社法247条1項1号）。その際に、まったく実質的な判断材料が与えられないというのでは、株主にあまりに不公平であろう。

旧商法下での判例と学説を整理すると、一般的に公開会社において募集事項の通知・公告（会社法240条2・3項）を欠く第三者割当または公募の方法による発行が行われることは、無効事由になると認められるが、募集新株予約権にかかる払込金額が引受人に特に有利であるため株主総会の特別決議を要するのに、これがない場合は、無効事由とはならないと解されている<sup>(45)</sup>。

両者の差は、公示がまったく行われぬ場合は、株主の差止請求権行使の機会すら与えられないが、単に有利発行の特別決議がない場合は、取締役の

---

入門 [第10版]』671頁（有斐閣・2005）等。この立場を取る下級審判例に、大阪高判昭和55・11・5判例タイムズ444号146頁、東京高判平成5・8・23金融法務事情1389号32頁がある。

(45) 江頭・前掲注12書714-15頁参照。

損害賠償責任または取締役と通謀して不公正な払込金額で新株予約権を引き受けた者の責任といった金銭的解決に委ねられるべきものであるとの考え方の差に拠るものであると説明されている<sup>(46)</sup>。

**(4) 不公正な払込金額等の場合における民事責任（会社法285条・286条、会社法施行規則60-62条）**

取締役と通謀して著しく不公正な払込金額により、新株予約権の引き受けがなされた場合等において、その新株予約権を行使した新株予約権者、および価額が新株予約権発行時の定め著しく不足する現物出資財産の給付により新株予約権が行使された場合、その職務に関与した取締役は、募集新株の発行者等の場合と並列的な民事責任を負う（会社法285条・286条、会社法施行規則60-62条）。

この規定を新株発行の場合と比較すると、第一に、株主総会の特別決議を経ずに、公募・第三者割当の方法により、特に有利な払込金額で募集株式の発行等を行った取締役（委員会設置会社の場合は執行役）は、公正な払込金額との差につき、会社に対する損害賠償責任が定められている（会社法423条1項）。しかし、新株予約権の発行を決定した取締役（執行役）に公正な価額との差額を賠償すべきことを、直接、認めた規定はない。ただ、新株予約権行使に際し、給付された現物出資の価額が著しく不足する場合、当該新株予約権者の募集に関する職務を行った業務担当取締役（執行役等）に、この不足額の支払義務を定めているにすぎない（会社法286条1項）。

第二に、募集株式の発行の場合、保有株式の価値減少に関し、株主から取締役（執行役）の第三者に対する責任または不法行為責任を追求される可能性もある<sup>(47)</sup>。この点は、新株予約権の発行の場合も同様に可能と考えて良

(46) 江頭・同書690頁参照。

(47) 千葉地判平成8・8・28判例時報1591号113頁。取締役が適法な株主総会の特別決議を経ずに特に有利な払込金額で第三者割当の方法により、募集株式の発行等をしたことによる株主の損害賠償請求を認めた裁判例として、最判

いだろう。

第三に、取締役または執行役と通謀して著しく不公正な払込金額で募集株式を引受けた者は、会社に対し、公正な払込金額との差額に相当する金額を支払う義務を負う(会社法212条1項1号)。これは、新株予約権の場合も同様の規定がある(会社法285条1項1・2号)。この責任は取締役または執行役との通謀を要件とするから、一種の不法行為に基づく損害賠償責任の性質を有するが、実質的には株主の追出資義務の一面を有する。取締役(執行役)と通謀した者の責任を会社が積極的に追及することは期待しがたいので、株主代表訴訟が認められる(会社847条1項)。

立法資料からは、特にその理由を読み取ることができないが、第一の場合に、募集新株発行と新株予約権の場合に、差異を設ける必要性は少ないと思われる。

#### 4 結 論

繰り返しになるが、MSCB を利用したスキームは条件次第では、株式の著しい希薄化を招くだけでなく、発行会社の株価の大幅な下落を招きかねない、いわゆる発行会社の一般株主を犠牲にして成り立つ資金調達方法である。また、MSCB の割当先は、常に市場価格を下回る価格で転換することができるから、リスク・フリーの金融商品を付与されたのであり、しかも、貸株や空売りと組み合わせると、発行会社の一般株主は持株の株価の大幅な下落という犠牲を強いられるのに対し、割当先は莫大な利益を得ることができる場合が多い<sup>(48)</sup>。このような資金調達は株主平等原則に反し、新株予約

---

平成9・9・9(判例集未掲載)がある。また、外国法等につき、福島洋尚「新株の有利発行と取締役の責任」南山法学22巻1号1頁(1998)がある。

(48) 前述したライブドアの資金調達スキームに関して、リーマン・ブラザーズ・アジアは、当初、転換価額を固定した方が得であったのに、転換価額の上方修正に制限を設けなかった。これは、社債権者としてリスクを取って

権の発行は有利発行に該当する可能性が高いケースが多いと思われる。

すべてのMSCBが違法であると言っているわけではなく、その発行条件が不適切なもの、例えば権利行使価格の下限が設定されておらず、いったん株価が下落すると二度と上昇しないようなものは、既存株式の価値の希薄化の防止という新株有利発行規制の趣旨に、明らかに反しており、その発行は無効と解すべきであろう。

また、MSCBの本質的な問題は権利行使価格がいくらかという点ではなく、常に既存株主の犠牲の下に、特定の第三者が利益を得られる商品の構造自体にあると思われる。つまり、既存株主から富の移転（収奪）が起きている。これに対しては、MSCBの発行により、企業は資金調達を行い、結果として企業価値が向上して株価の上昇が見込めれば、既存株主も十分にメリットを受ける可能性があるとの反論が予想される。しかし、すでに検討したとおり、現在の法制度および判例の立場からは、株式の著しい希薄化と株価の下落が実際に発生した場合に、既存株主は十分な救済を受けることは、難しいだろう。そうであるならば、事前に株主に十分に発行内容の情報が開示されるよう、法制度の不備が是正されるか、判例が変更されない限り、株主総会の特別決議を経てから発行すべきであると解するのが妥当であろう。

本稿は平成17年度駒澤大学特別研究助成金（個人研究）による研究である。

---

ることを示し、有利発行性を否定する方向に作用するとの見解もある。しかし、「たとえ転換価額がどんなに上方修正されようとも、リーマン・ブラザーズ・アジアは、まず、借りた株を市場価格で売却した後に、常に市場価格よりも10%割り引いた価格で株式に転換し、これを返却することで鞘を抜けることができる点を看過している」との指摘は尤もである。古山・前掲注5文献99頁参照。