

## 転換社債・新株引受権附社債 の構造と株主の地位

明田川 昌 幸

### 目次

#### はじめに

#### 第1章 転換社債と新株引受権附社債の概念・特徴・機能

##### 第1節 転換社債

一 転換社債の意義

二 転換社債の種類

##### 第2節 新株引受権附社債

一 新株引受権附社債の意義

二 新株引受権附社債の種類

1 分離型と非分離型

2 代用払込可能型と不可能型

##### 第3節 転換社債と新株引受権附社債の特徴と機能

一 両者に共通の特徴と機能

二 転換社債・新株引受権附社債のそれぞれの種類に独特の特徴と機能

#### 第2章 転換社債と新株引受権附社債の構造

##### 第1節 株主の財産的地位希薄化の問題を解決する二つの構造論

一 潜在的新株発行論或いは潜在的払込論

二 オプション対価増殖論或いはオプション対価払込充当論

☆ オプション対価計算法

第2節 それぞれの理論の問題点

- 一 潜在論の問題点
- 二 オプション対価論の問題点

第3節 オプション対価論に基づいた立法論と解釈論

- 一 オプション対価の会計処理
- 二 発行会社が自社の新株引受権を取得することに対する法的対処
- 三 会社が自社の新株引受権や転換権を回収した場合の会計処理
- 四 商法341条ノ8第4項の制限
- 五 商法341条ノ8第3項の制限
- 六 新株に対する払込が社債で行なわれる場合の社債の評価額
- 七 特に有利な転換の条件、引受権の内容とは
- 八 特に有利な条件・内容の転換社債や新株引受権附社債を発行した場合の問題点
- 九 不公正な発行価格による引受人の責任の趣旨
- 十 発行差止めの趣旨

第4節 転換権・引受権の希薄化と消滅の問題

- 一 転換権・引受権の希薄化の問題
- 二 転換権・引受権の消滅の問題
- 三 オプション権を侵害する行為を前もって通知・公表することの必要性

第3章 転換社債・新株引受権附社債の構造と株主の地位

- 一 新株発行の構造と株主の地位
- 二 転換社債・新株引受権附社債発行の構造と株主の地位

図1～11, 計算法1～6 末尾

## はじめに

転換社債は昭和45年以降、資金調達手段多様化の一環として脚光を浴びるようになり、その発行額は急速に拡大してきており、近年では、海外発行分を含めた場合には、その発行額は普通社債のそれに接近し、それを上回る勢いである。昭和58年には金額ベースで普通社債はもちろん、株式をも、国内発行、海外発行の双方において上回っている。

また転換社債と同様の機能をもつ新株引受権附社債についても昭和56年の商法改正による制度化以降その発行額は急速に増大してきている<sup>1)</sup>。

このように企業の資金調達において、転換社債と新株引受権附社債は極めて重要な役割を果たしてきているにもかかわらず、これまでその構造についての議論は十分なされておらず、ただ転換社債の発行を通常の新株発行と同視する理論である潜在的新株発行論、或いは潜在的払込論があるのみである。

しかしこの理論は、転換社債の発行を通常の新株発行と同視し、また転換社債は転換権が附与されることにより普通社債よりも低利で発行できることをなんら評価しないものである点において、その妥当性に疑問を感じざるをえなかった。

そこで、この理論に代わる転換社債と新株引受権附社債についての新たな構造論を展開するため、それらの証券の発祥の地である米国での転換社債・ワラント社債についての比較的新しい論文を参考にするとともに、米国での状況を紹介する日本語文献をも参照し、かつそれらによってえた知識を自分なりに再構築することにより転換社債・新株引受権附社債について新たな構造論を展開したのが本論文である\*。

本論文では、この新たな構造論とともに、現在米国では転換社債・ワラント社債につき最も重要な問題と考えられているが我国ではまだ十分な検討が加えられていない転換権・引受権（買取権）の希薄化・消滅の問題も不十分ながら紹介し、とりわけ我国において検討するに値すると思われる問題点を抜き出しておいた。

最後に、この新たに展開した転換社債・新株引受権附社債についての構造論を株式会社法全体から眺め、或いはそこに組み込んだ場合にどのような問題が生じるかについて論じた。

本論文では以上の三点につき新たな理論を展開しているが、これをもう少し具体的に敷衍すると次のようになる。

第一の点は第2章の第1節から第3節までに述べられており、そこでは、転換社債の発行を通常の新株発行と同視する潜在的新株発行論（払込論）の不合理さを指摘し、転換社債はオプションそのものと社債の結合物であることを明らかにした。そしてこの考えに基づき転換社債・新株引受権附社債の発行によって起こる新株の時価割れ発行の問題、すなわち株式価値の希薄化の問題につき、社債発行時に払込まれたオプション対価が転換権・引受権が行使されるまで会社内で増殖しているから、それをも加えた全体の払込額を考慮するなら、大幅な時価割れ発行となるような事態が起こるのは少ないということを論述した。さらにこの新たな考え方に基づいて転換社債・新株引受権附社債につき、立法論や解釈論を展開した。

第二点の転換権・引受権の希薄化・消滅の問題は、第2章第4節で述べられており、そこでは特に米国で問題となっているが我国ではまだ十分な認識がされていないと思われる事項を取り上げた。たとえば我国でも広く用いられているマーケットプライス方式による転換価額等の調整は、新株が発行された場合にしか機能しないが、転換権等の希薄化は、新株が発行される場合にのみ生ずるものではなく、会社が多額の資産や配当を株主に分配する場合にも生ずるのであり、米国の発行例では、この点につき十分な対処が行なわれていることを紹介し、我国でも投資者保護のため、同様の対処を検討すべきことを主張した。

なお不十分ではあるが、独逸での状況についても簡単に触れた。

第三点は、第3章で論じており、第一点で明らかにしたこと、つまり転換社債・新株引受権附社債の発行は通常の新株発行とはまったく異なったものであり、それは、オプションそのものの発行といえるということが、株式会社構造、特に株主の地位及び取締役の権能にどのような影響を与えるかを、第三者

に対する新株発行は旧株主の持分を第三者に売却し、その代価を会社に対する出資に充当することにより旧株主が出資したと同じ状態を強制的に実現する資金調達法であるという新たな理論に基づき、これを土台にした上で考察した。

そこでは株主の地位が流動化・相対化してきていることと、それに反比例する形で取締役会の権能が量的のみならず質的にも高められ授權資本の枠内でのことではあるが、受任者である取締役会が自らに対する委任者である株主を自ら新たに創造することができることとされ、いわば、株式会社は取締役会を中心としてあたかも自己増殖するような観を呈していることを明らかにした。

以上がこの論文の目的、内容である。

- 
- 1) 以上の点につき、小島博敏「わが国における新株引受権附社債について」東京株式懇話会会報382号47頁、龍田節「企業の資金調達」竹内＝龍田編・現代企業法講座3－企業運営33頁(第3表)、48頁(第5表)。

＊ なお、米国でのワラント社債は株式買取権附社債と呼ばれ、その対象は、我国の新株引受権附社債とは異なり、新株のみならず発行会社が保有している自己株（米国では自己株の保有が認められている）、更には社債発行会社の株に限らず、他社の株にまでも及ぶが、その基本的構造・機能は我国の新株引受権附社債と同一なので、米国でのワラント社債についての議論は上の違いをのぞいてほとんどが我国の新株引受権附社債に妥当すると考える。

## 第1章 転換社債と新株引受権附社債の概念・特徴・機能

### 第1節 転換社債

#### 一 転換社債の意義

転換社債とは、社債権者にその社債を社債発行会社の株式へと転換する権利が付与された社債である。

社債権者は社債契約で定められた一定の期間内ならいつでも、自由に、定められた一定の転換比率で株式へと転換が可能であるとともに、その期間中ずっと最後まで転換権を行使せずに社債のまま保有し、社債として償還金を受け取ることも可能である。

この点で、転換社債は、社債権者に、株式に転換してもしなくてもよいという自由な権利、選択権（オプション）を与えており、したがって転換社債は、株式転換選択権（オプション）が付与された社債と定義することができる。

## 二 転換社債の種類

転換社債の通常の形態は社債金額を社債契約で定められた条件に従って株式に転換しうるものだが、一部には株式への転換時に追加払込を要求することにより、社債金額を超える額の株式への転換を認めるものもある。しかしこのような追加払込型の転換社債は、我国の商法上は、新株引受権附社債につき商法341条ノ8第3項により社債金額以上の発行額をもつ新株引受権の付与が禁止されていることとの均衡からいって認められないと解すべきだろう。

また理論上は社債金額の一部のみを株式に転換しうる転換社債も考えられるが、これと同様の結果は、転換社債と普通社債をいっしょにして一つのユニットとして発行することにより実現できること、あるいは一つの転換社債として発行した場合には、転換権の行使があったときの社債残部の処理が複雑になること等により、そのような転換社債を発行する実益は少ないと考えられる。

## 第2節 新株引受権附社債

### 一 新株引受権附社債の意義

新株引受権附社債とは、社債権者に社債発行会社の新株に対する引受権が付与された社債である。

社債権者は社債契約で定められた一定の期間中いつでも自由に、一定数の新株を一定の価格で発行することを社債発行会社に対して請求できるとともに、その期間中ずっとその請求を行なわないまま期間の満了とともに社債に付された新株引受権を失効させることもできる。

このことから新株引受権附社債は、社債発行会社の新株の発行を請求することもしないでおくこともできるという自由な権利、選択権（オプション）が付与された社債といえる。したがって新株引受権附社債は、新株発行請求選択権

附社債と定義することができる。

## 二 新株引受権附社債の種類

### 1 分離型と非分離型

分離型とは、新株引受権と社債とが別々の証券に表章され、それぞれ別々に処分、譲渡ができるものをいう。

非分離型とは、新株引受権と社債権が同一の証券に表章されているため、それぞれを別個に譲渡することができないものをいう。

非分離型の場合、新株引受権は社債と運命をともにするため社債が償還された場合には新株引受権も消滅するのに対し、分離型の場合は、新株引受権は社債とは別個の運命をたどり、社債の償還は新株引受権の効力になんら影響を与えない。

### 2 代用払込可能型と不可能型

新株引受権を行使しようとする者は現金で払込をしなければならないが（商341条ノ16第1項）、新株引受権を行使する者の請求があるときは、新株引受権附社債の償還に代えてその発行価額をもって払込があったものとする旨（代用払込、商341条ノ8第2項6号）が社債契約に定められている場合は、社債権者は現金の代わりに社債券を提出することにより払込をすることができる。

この場合、結果的には転換社債と同様の結果となるが、転換社債の場合は、転換権を行使した場合には必ず社債が消滅するのに対し、代用払込可能の新株引受権附社債の場合は、現金で払込むか社債で払込むかの選択権があり、その時の状況により、有効な方をえらぶことが可能である。たとえば、新株引受権附社債を発行した後、市中金利が低下し、その社債のみの時価が額面を超過している場合は、現金で払込をした方が有利であり、その逆の場合は代用払込をした方が有利となる。

この結果、代用払込可能の新株引受権附社債の場合は、新株の発行を請求するか否か、請求する場合には現金で払込むか代用払込を行なうかの二点を自由に選択できるため、選択権が二重に付与されているといえる。この点で、投資者にとっては、代用払込可能な新株引受権附社債は転換社債よりも魅力のある

ものとなり、より低利での発行が可能となる。

ただし新株引受権附社債は普通社債に比べ低利で発行されるのでその社債のみの時価は金利変動がなければつねに額面以下であるので実際には、代用払込可能な場合は、ほとんどすべてが代用払込されることになるだろう<sup>2)</sup>。

### 第3節 転換社債と新株引受権附社債の特徴と機能

#### 一 両者に共通の特徴と機能

両者とも、社債契約で定められたある一定の期間中いつでも自由に、一定の数量の新株を一定の価格で取得できるとともに、取得しないまま期間満了とともにその権利を失効させることもできるという選択権（オプション）が付与されている。

この結果、選択権者は自己に有利な場合、つまり、選択期間中に株の時価が行使価格等を上回った場合には、転換や新株発行を請求するが、他方自己に不利な場合、つまり上とは逆の場合には、転換権・引受権を行使しなくてもよいこととなり、株価上昇の利益はうけるが、下落の危険は負わないという一方的に権利者に有利な権利を取得することになる。この点がオプションのもつ特徴・機能なのである。

他方、転換権者らは、上のような一方的に有利な権利を取得するかわりに、社債の利回りについては普通社債のそれよりも低いものに甘んずるという形で、右の一方的に有利な権利の取得に対して対価を支払うことになる。

これを社債発行会社の側から見るなら、オプションという一方的に権利者に有利な権利を社債に付加することにより、社債の利回りを普通社債の場合よりも低く定めることができるようになる。別のことばでいえばオプションが付加されなかったらついたであろう発行価格よりも高い発行価額で発行できるようになるのである。そしてその発行価額と、オプションを付与しなかったらついたであろう発行価額との差額がオプション対価として認識されるのである。

オプション対価は、オプション権者が、将来予想される株価の上昇により受ける利益の代償として支払うものだから、これを発行会社側から見た場合に



は、会社はオプションを付与することにより、将来予想される株価を利用し、現在において資金を調達することが可能になるといえる。

それゆえ転換社債につき、転換社債は、「明日のより高い普通株の価格で、今日の資金を調達することを経営者に可能ならしめる手段<sup>3)</sup>」であるといわれたり、またワラント（株式買取権）につき「ワラントは不確実な将来の利益に対する参加とひきかえに現在の資本を確保する金融装置だ<sup>4)</sup>。」といわれたりするるのである。

## 二 転換社債・新株引受権附社債のそれぞれの種類に独特の特徴と機能

1 転換社債の場合、転換とともに社債権も消滅するのに対し、新株引受権附社債の場合は代用払込が認められていない限り、新株引受権の行使は現金で行なわれるため、新株引受権の行使後も社債権は残存する。したがって長期の外貨建債権をもつ会社が為替リスクのヘッジのため利用することが可能である。

2 転換社債と代用払込可能な新株引受権附社債の場合、市中金利がいかに変動しても、転換権・引受権の行使があった場合にはいつでも、社債は額面（あるいは社債の発行価額）で評価され新株発行が行なわれるので、これを利用すれば、金利変動に対するヘッジとして<sup>5)</sup>、或いは、それに対する投機手段として用いることができる。このことは代用払込可能な新株引受権附社債の場合、代用払込か現金払込かの選択権があるためより妥当する。

以上のことから、転換社債と代用払込可能な新株引受権附社債は、オプションと市中金利変動に対するかけという二つの投機要因をもっていることになる<sup>6)</sup>。

3 転換社債、非分離型新株引受権附社債の場合、社債に付されたオプションを社債と別個に譲渡できず、オプションは社債と運命をともにするため、発行会社は社債を償還することによりオプションもいっしょに失効させることができる。

これに対し、分離型の新株引受権附社債の場合は、新株引受権は社債とは別個の運命をたどるため、特に新株引受権自体に償還条項が付与されていないかぎり発行会社は任意に新株引受権を失効させることはできない。

会社側が任意にオプションを償還失効できる場合には、株価が、転換価額等を十分に上回った時点<sup>7)</sup>でその権利を行使すれば、残存している転換社債の転換権の行使を強制し、社債の利払いと元本債務から免れることができるし、新株引受権附社債の場合は、引受権の行使を強制することにより、会社の望む時点での資金調達が可能となる。

他方、転換権者らにしてみれば、発行会社側のこのような行為により一方的に転換権等が回収されたのでは、将来起こりうる株価上昇によりえられる利益を一方的に奪われることになる。投資家保護のためには、発行会社側のこのような行為をある程度制限する<sup>8)</sup>とか、あるいはそのような行為を行なう事前にそのことを通知・公表して、転換権等の行使の機会を十分確保してやるようにする義務を発行会社に課すなどの措置が必要であろう。

また発行会社の株主にとっては、会社がこの権利を適宜行使することによって時価から大幅にかけはなれた低額で、新株が発行されることが回避されうるので、会社が上の権利を適宜行使するのは望ましいことだが、前述の投資者保護のことも考慮するなら、そのような会社の行為は、転換社債等の商品価値を著しく低め、究極的には、転換社債等を用いた会社の資金調達を困難にすることとなり会社にとっても株主にとっても、自ら自分の首を絞めることになるだろう<sup>9)</sup>。

結局、会社側に償還権のある転換社債や新株引受権附社債及びそれから分離された新株引受権証券への投資家は、発行会社がいつでも栓をぬくことのできるプールで泳がされているにすぎないといえるのではないか。

償還条項のついていない分離型の新株引受権附社債の場合は、新株引受権証券の所持人は、その行使期間中、会社から干渉されることなく、株価の上昇をまつことができることとなるが、この場合には、発行会社はあまり長期の行使期間を認めることはせず、株価の変動がある程度見通せる5年程度とするのが妥当とされている(後述72頁と注21)。

4 新株引受権附社債の場合、各社債の金額の範囲内(商341条ノ8第3項)で自由に新株引受権の分量を定めることができるのに対し、転換社債の場合は、転換により発行される新株の発行価額の合計額は社債の発行価額と同じで

ある（商341条ノ7第2項、222条ノ3）。

もっとも一部転換可能な転換社債を認めうると考えるなら、その転換される割合は自由に定めることができるし、そうでなくとも、転換社債と普通社債を組合せて1ユニットとして発行することができるとするなら、転換社債と普通社債の割合を自由に決定できるはずである。

5 会社側から見た場合、転換社債では、転換によって会社が社債の償還義務を免れるだけで新たな資金の流入はないのに対し、新株引受権附社債では、新株引受権の行使により会社に新たに資金が入ってくる（代用払込型の場合は、転換社債と同じ結果となることが多い）。

外観上は右のような違いがあるが実質的には、会社は新株引受権が行使されたことによりえた資金を社債の償還に使用する場合が多いだろうから右の違いはそれほど重要ではない<sup>10)</sup>。

6 転換社債・新株引受権附社債を流動性の高さの順に並べると次のようになる。

① 分離型の新株引受権附社債

社債と新株引受権を別々に譲渡できるので最も流動性が高い。

② 転換社債と代用払込可能な非分離型の新株引受権附社債

追加払込を要しない点で代用払込のできない非分離型新株引受権附社債よりは流動性があるがオプション部分を分離して譲渡できないため、その流動性は分離型の新株引受権附社債に劣る。

③ 代用払込不可能な非分離型の新株引受権附社債

社債と新株引受権と引受権の行使には追加払込を要するという義務の三つが一体となっているため流動性は一番低い。もっとも引受権行使後、社債を売却することにより払込資金の回収ができるので②との流動性の差はわずかである。

②と③の形態は、オプションの譲渡には、社債もいっしょに譲渡しなければならない、また購入する側としてもオプションを買うためには社債もいっしょに買わなくてはならないこととなり、いわば社債がオプションの移動を妨げる重しとして作用しており、そのことによりオプションの投機性を弱める働きをも

つ。

分離型の新株引受権証券は、流動性が高く、かつ投下資金に対する利得率が高いため、転換社債や非分離型の新株引受権附社債よりもプレミアム（株価マイナス行使価額と新株引受権証券の時価とのひらき）が大きくなる<sup>11)</sup>。つまり会社が分離型を発行する場合は、より多くのオプション対価を取得しうる。いかにえれば、より低利回りで社債を発行しうる。

以上のことから新株引受権附社債でも分離型と非分離型とではまったく性格が異なっているため、両者はまったく別の証券とみた方がいいだろう。

非分離型の新株引受権附社債は流動性の点、払込義務の点から転換社債よりも魅力のない証券といえる。

2) Hayes & Reiling, *Sophisticated Financing Tool: The Warrant*, 47 Harv. Bus. Rev. 149 (1969).

3) Pilcher, *Raising Capital with Convertible Securities* (1955) 138, 大森=矢沢編・注釈会社法(7)社債 461頁(鴻)。

なお、将来の株価で現在資金を調達できるという転換社債の特徴ゆえ、会社経営者は転換社債を、株により資金を調達したいが現在の株価はあまりに低いと考えられる場合に発行し、その後しばらくたって株価が十分上昇したら償還条項を行使し、転換を強制して、社債をすべて株式にしようというふうに行っているため転換社債は遅延された株式金融“deferred equity financing”とも呼ばれている。Klein, *The Convertible Bond: A Peculiar Package*, 123 U. Pa. L. Rev. 559 (1975).

4) A. Dewing, *The Financial Policy of Corporations*, vol. 1 (5th ed.1953) 268.

5) Klein 前掲注 3) 554頁。

6) Klein 前掲注 3) 553頁は、転換社債は社債とオプションと市中金利に対するかけの三つの部分からなるという。

7) Klein 前掲注 3) 569頁 と Bratton, *The Economics and Jurisprudence of Convertible Bonds*, 1984 Wis. L. Rev. 679 は共に、20%程度上回った時点としてゐる。その理由は、償還の意思表示から現実に償還されるまで1ヶ月程度の期間があるため、その間の株価の変動をも考慮しておかなくてはならないからであるという。

8) Bratton 前掲注 7) 678頁 note 38 (N. Y. Times, Mar. 6, 1983, § F, at 10, col. 1 を引用) によると最近では投資者の圧力により、新しい転換社債は、最初の2年間を償還禁止期間とする条項を含むようになったという。

9) Bratton 前掲注 7) 679頁 (Ingersoll, *An Examination of Corporate Call Policies on Convertible Securities*, 32 J. Fin. 466 (1977) を引用) によると償還条項が行使されるのは平均すると株価が転換価格を43.9%上回った時点であるという。

10) Klein 前掲注 3) 553頁 note 18.

11) 稲葉威雄・改正会社法 402頁。江坂元穂「株式買取権附社債について」商事法務 570号15頁。

## 第2章 転換社債と新株引受権附社債の構造

転換社債・新株引受権附社債には、二つの価値希薄化の問題がある。

第一の希薄化の問題は、これらの証券を発行した会社の株主の財産的地位希薄化の問題である。

この問題を解決する支配的見解であり、昭和56年商法改正で新たに設けられた新株引受権附社債に関する立法の前提となっているともいえる考え方が、潜在的新株発行論或いは潜在的払込論である。

以下第1節から第2節では、この見解を紹介し、それがもつ問題点、矛盾点を明らかにし、そしてこの見解にかわって上記証券の発行により必然的に生じる株主の財産的地位希薄化の問題を、それらの証券の新たな構造的認識に基づいて解決する新しい理論であるオプション対価増殖論を紹介する。

第3節ではこの新たな構造論に基づいて、転換社債・新株引受権附社債について立法論及び解釈論を展開する。

第二の希薄化の問題は、会社の構造変動にともなう、転換権・引受権の希薄化の問題であり、これは第4節で扱う。そこでは、米国の資料をもとに、我国でも検討に値すると思われる問題点を抜き出しておいた。

### 第1節 株主の財産的地位希薄化の問題を解決する二つの構造論

#### 一 潜在的新株発行論或いは潜在的払込論

転換社債と新株引受権附社債に共通の特徴である選択権・オプションは前述のように必然的に新株の時価割れ発行を引き起こし、株式の価値希薄化の問題を生じさせる。

この問題を転換社債の構造から解決するのが、潜在的新株発行論或いは潜在的払込論（以下潜在論という）である。

この考え方は次のようなものである。

確かに転換が行なわれた時点では株の時価が転換価額を上回っているため、

外観上新株の時価割れ発行と見えるが、実際には新株への払込金は社債発行時にすでに会社に払込まれているのだから、その時点で潜在的に新株発行があったとみることができる。したがって通常の新株発行の場合と同様、社債発行時に転換価額がその時の株価と比べて転換社債権者にとって特に有利なもの如果不是、株式の価値の希薄化の問題は生じないというのである<sup>12)</sup>。

或いは、転換社債発行時に払込まれた資金が会社内で増殖し、それが株価の上昇につながっており、それを転換するのだから、転換社債発行時に転換社債権者にとって特に有利な転換条件を付したものでない限り、株主の財産的地位を侵害するものではない<sup>13)</sup>という。

この見解によれば、オプションは、それによって発行される株の総払込金額に相当する額の現金が、オプション設定当初すでに会社に払込まれている場合にのみ認められ、新株引受権附社債制度を創設するに際しても、上記のことが妥当する範囲でのみ制度化が許され、上記の範囲を逸脱超過するような新株引受権附社債の制度化は必然的に株主の財産的地位を侵害することとなるため認められないことになる。

その結果、商法341条ノ8第3項の制限は、株主保護のためには絶対に譲ることのできない構造的制限となる（さらに解釈論としても「社債の金額」とは、転換社債との均衡から、発行価額のことだと解釈することになる<sup>14)</sup>）。

そして非分離型の新株引受権附社債の場合は、社債が償還される場合には、常に引受権も消滅するため、新株引受権附社債発行当初に上記の制限が守られているなら、最後の社債が償還されるまでずっと上記の制限が守られることとなるが、分離型の場合には、社債が償還されても引受権は社債券とは別個に流通しているため、社債の償還にかかわらず引受権は有効なまま流通しつづけるという事態が生じうる。つまり、分離型の場合には、社債発行当初に上記の制限が守られていても、引受権行使時には、それによって発行される新株の総払込額に相当する社債残額が会社に留保されていないという場合が起こりうるのである。潜在論の立場からはこのような場合は、社債発行当初に潜在的な新株に対して払込まれた額が払戻しされることになるため、社債発行当初に新株が潜在的に発行された、或いは社債発行当初に払込まれた金額が増殖して株価の

上昇につながったという論拠が妥当しなくなり、株主の財産的地位が侵害されることとなるため、上の事態を引き起こすような新株引受権附社債の発行は認められないこととなる。

新株引受権附社債制度創設の立法過程で、商法 341 条ノ 8 第 3 項の原型であった改正法律案要綱第 1—8—(3)の定め「新株の引受権の行使により発行する株式の発行価額の総額は、新株引受権附社債の総額を超えることができない」という制限が、社債発行時の制限にとどまるのか（発行時説）、社債発行時の制限にとどまらずに引受権行使時にまで及ぶのか（行使時説）について、「新株引受権附社債制度案」の研究段階から議論が分かれた<sup>15)</sup>といわれているが、ここで主張されている行使時説は、前述の潜在論に基づいていた（なお、改正法律案要綱では、商法 341 条ノ 8 第 4 項に当たる規定がなかったため上記の点が議論の対象となった）。

改正法は、発行時説と行使時説とで異なった結果が生じる分離型の新株引受権附社債について、341 条ノ 8 第 4 項という特別の制限規定をおいたので、上の両説の対立は立法により解決されたが、341 条ノ 8 第 4 項は、行使時説つまり潜在論を前提にした制限規定といえる<sup>16)</sup>。なぜなら、発行時説によれば、要綱 1—8—(3)、商法 341 条ノ 8 第 3 項の制限は、分離型であれ、非分離型であれ、発行時にのみ守られておればよく、第 4 項が加えている制限（分離型の新株引受権附社債については、社債の残存総額が、残存している引受権によって発行される新株の総発行価額よりも、少なくなる可能性があるものだけを区別し、そのような新株引受権附社債の発行には、株主総会の特別決議を要求するという形で制限を加えること）の説明ができない<sup>17)</sup>からである。

341 条ノ 8 第 4 項は、潜在論・行使時説の立場に立って初めて説明可能である。すなわち、上記のような場合を区別する理由は、そのような場合には、潜在的な新株に対して行なわれた払込の払戻しをすることになり、「新株引受権附社債発行時に、潜在的な新株発行があったのだから、社債発行時において行使価格がその当時の株価に照らして妥当なら、株主の財産的地位の侵害は生じない」、或いは「社債発行時に潜在的に行なわれた払込が引受権行使時まで会社内で増殖して、それが株価の上昇に貢献したのだから、引受権行使時に、株価

が行使価格を上回っていても株主の財産的地位が侵害されたとはいえない」という潜在論の前提が覆され、株主の財産的地位の侵害、希薄化の問題が表面化してくるからである。

そして341条ノ8第4項が、株主総会の特別決議があれば、上記の事態の発生を許しているのは、上記の事態が引き起こす株主の財産的地位侵害の問題を、通常の新株の時価割れ発行により生ずる株式価値の希薄化の問題と同視し、後者の場合につき、株主総会の特別決議を条件として、そのような株式価値の希薄化をもたらす新株の時価割れ発行を認めていることからの類推によるものと考えられる。

もっとも、341条ノ8第4項の規定がおかれたのは、我国の慣行である定時償還制度がとれなくなつては不適當であること、また無担保社債について財務制限条項がつけられた場合に、この条項によって期限前の償還を強制された場合に、社債の裏付けのなくなった引受権が当然失効するとすることも、引受権を取得している者の立場を不安定にし、妥当性を欠くこととなると考えられたからである<sup>18)</sup>が、そもそも社債の裏付けのない引受権は無効となるという発想は、潜在論・行使時説に基づくものであり、株主総会の特別決議があれば、社債の裏付けのない裸のオプションを認めるというのも、前述のように、そのことが株式価値の希薄化をもたらすがゆえに、株主の同意があればよいという潜在論・行使時説に基づいた発想である。

したがって株主総会の特別決議があればオプションの独り歩きという結果を認めることとなる点では確かに改正前の法の枠、つまり商法280条ノ2第4項からはみでているといえるが、裸のオプションにより株主は常に財産権を侵害されることになるという潜在論の主張を前提にしているがゆえに、裸のオプションは、その条件がいかに公正なものでも常に株主総会の特別決議を要求するのであり、条件が公正なら、行使時説のいう裸のオプションも、取締役会決議だけで発行を許す発行時説では、この341条ノ8第4項を説明できず、結局この規定は、行使時説を前提にした上で、その立場から、前述のような実務の必要を考慮して譲歩した規定だといえるだろう。

また新株発行の効力が、通常の新株発行の例(商280条ノ9第1項)によらず、



転換社債と同じく即座に生ずる（商341条ノ7第2項、222条ノ6、341条ノ17）とされているのも、新株の払込金には、引受権行使の際に払込まれる金額が充当されるのではなく、社債に払込まれた金額が充当され、引受権行使の際に払込まれる金額は、社債へ充当されるという潜在論の主張に基づいているといえるだろう。

以下のことから、改正商法の新株引受権附社債に関する規定は、潜在論・行使時説を前提にしたものといえることができる。

## 二 オプション対価増殖論或いはオプション対価払込充当論

以上で明らかになったように、行使時説は潜在論に基づき、社債の裏付けのない裸のオプション、或いはオプションの独り歩きを認めることは、株主の財産的地位を侵害するがゆえに、要綱1—8—(3)の制限は絶対的、構造的なものとすることができるとし、かつその制限を引受権が行使される時点まで及ぼすことによって株主の財産的地位を侵害から守ろうとするものであった。

これに対し、発行時説、つまり、要綱1—8—(3)の制限はオプションの投機性を押えるための政策的なものであり、したがってこの制限は、社債発行時に守られていればよいという見解をとる人たちが、新株引受権附社債の発行により少なくとも外観上起こる株主の財産的地位の希薄化に対してどのような考えをもっているのか、どう対処するのかは明らかではない。

ただし、発行時説をとられる鴻教授は、新株の時価割れ発行という面についてではないが、転換社債の経済的特徴について論じられているところで、「転換によって発行済株式数が増加すれば、会社が好況になっても利益配当がそれにとまって増加せず、また、株式の市場価格も上昇しないという不利益を受ける」が、その「不利益は、前に有利な条件で資金を調達しえたことに対する代償として已むをえないこと<sup>19)</sup>」だとされている。

このことをさらに発展させれば、転換社債や新株引受権附社債の発行により生ずる、新株の時価割れ発行による株主の財産的地位の希薄化も、転換権や引受権を付与することによって有利な条件（低利回り）で社債を発行できたことに対する代償として已むをえないことといえるのではないか。会社が有利な条

件で社債を発行できたことによる利益は、株主も受けるのだからこの場合の社債の低利回り発行による会社の利益は株主の利益と同視されるのであり、転換権・引受権の行使により新株の時価割れ発行が行なわれ、株主の財産的地位の希薄化が生じて、それは転換社債や新株引受権附社債の発行時に、発行会社とその株主が受けとった上記の利益の代償といえるのではないかということである。

逆にいえば、転換権・引受権の行使により確かに新株が時価割れ発行されることになるが、それにより株主が被る不利益は、転換権・引受権の付与により、社債を有利な条件で発行できたことによる利益でもって相殺され、打ち消されていると考えるのである。

さらに株主の財産的地位の保護という観点を徹底するなら、株主の財産的地位希薄化という事態の発生を背後にもつ新株の時価割れ発行という魅力（転換権・引受権といったオプションを付与することにより）社債権者に与えることによってえられた利益（オプションの対価・代償）は、新株の時価割れ発行（株主の財産的地位希薄化）の代償としてえられたものだから、その金額は取締役らに対する報酬として、或いは税金として会社外に流出していくことのある収益として処理するのではなく、新株の時価割れ発行を埋め合わせるべく、新株に対する払込金の一部として資本金・資本準備金として会社内に留保拘束すべきことが立法論として要求されるし、現行法の解釈としても、任意準備金としての資本剰余金として会社処理することが望ましいということになる<sup>20)</sup>。

この考え方は、オプション対価をあたかも売買契約における手付金のようなものとして扱うのである。すなわち、「オプション権者（買主）が権利を行使した場合は、手付金は代価の一部として充当される。オプション権者は手付金を放棄することによって権利を行使しないままにいることもできる」と考えるのである。

この結果、転換権・引受権行使時には、かなりの時価割れ発行となる場合でも、転換権・引受権（オプション）の対価を加えた全体としての払込額を基準とするなら、それほど時価割れ発行ではないという場合が多くなるだろうし、場合によっては、時価超過発行というような、通常の新株発行では考えら

れないことが起こる場合もあることになる。

このことを図で説明すると次のようになる（図1（論文末尾））なお、転換社債の場合は、後述のように実際の転換価額の評価が複雑なので、ここでは構造が最も単純な、代用払込不可の新株引受権附社債を対象とする）。

横軸は引受権行使時の株の時価で、右側へいくほど時価が高くなることを示す。

縦軸は、引受権の行使、未行使により引受権者に生じる損得の額を表わし、この額は、新株がいくら時価割れ発行されているかの額に相当する。横軸との交点 $o$ は損得 $0$ の点である。

点 $P$ は行使価格或いは新株の発行価格を示しており、株の時価が行使価格より低い場合つまり $P$ 点より左側では、引受権を行使しても損失を受けるだけなので、引受権が行使されることはない。この場合、投資家には、外観上、損失も利益も生じないが、実質的にはすでに社債を引き受けた時点でオプション対価を支払っているの、オプション対価分だけの損失（ $a - b$ ）が生じている。したがって行使期間中ずっと株の時価が行使価格を上回らなかった場合は投資家はオプション対価として払った分を丸々損をすることになる。

点 $P$ より右側では株価が行使価格を上回っているの、引受権の行使により株価と行使価格との差額を利得することができ、その場合の見かけ上の利得は株価が行使価格を上回った時点で直ちに発生するが、実際には引受権（オプション）対価がすでに払い込まれているため、株の時価がその対価を埋め合わせる $q$ 点まで上昇しないと真の利得は生じないことになる。

株の時価が $pq$ の間にある場合は、引受権を行使しても見かけ上の利得が生じるだけで真の利得は生じないが、行使期間の満了が近づいており株価がそれ以上上昇する見込みがない場合には、引受権を行使しないと、オプション対価として支払った分を丸々損をすることになるので、損失をできるだけ少なくするために引受権が行使されることが予想される。この場合に実質的な時価超過発行という事態が生じるのである。

なお以上の議論や図1では引受権がいつ行使されてもオプション対価は一定であることを前提にしているが、オプション対価の支払が実質的には新株に対

する払込金の一部の前払い額であることを考えるなら、その額は、実際に新株が発行されるまでの間、会社内で増殖しているものと考えるのが妥当である。なぜなら会社はこの資金に対し、配当負担も利子負担も負わないからである。またオプション権者が、オプションによる新株取得の損得を、市場における株の直接購入と比較評価する際には、オプション取引では、新株に対する払込金の一部と評価されるオプション対価が新株発行前に前払いされていることによる負担も考慮されるべきである。つまり前払いしたことにより本来なら生ずることとなる利子額を受けとっていないことによる損失分も計算に入れるべきである。

会社内でのオプション対価の増殖率をどう算定するかについては次の二つの考え方がある。第一は、市中金利により算出するものであり、これは会社が前払いされた金額に対し、市中金利に相当する利子を支払うべきであるという考えに基づいている。第二は、その会社の収益率による方法であり、これは会社が前払いされた金額により、いくら収益を上げたかを基準とする。

オプション権者が自己のオプション取引での損得を計算する場合には第一の方法が適当であるし、発行会社の株主が、オプションによって発行される新株の時価割れ発行により被害を被ったかどうかを決定する際には発行会社の収益率による第二の方法を用いた方が、被害を被ったという帰結の発生確率がより少なくなる（ただし収益率が市中金利より高いという通常の場合。その逆の場合には結果は逆になる）。

いずれにせよ、この増殖分を考慮するなら、引受権がいつ行使されるかにより図1のオプション対価額（ $a - b$ ）は変動することになる。つまり行使がおそればおそいほどオプション対価は増加するので、実質的な時価割れ発行といえる事態の発生する確率はますます少なくなる。

この増殖率をも考慮した図が図2である。

株の時価が、A線（行使価格）を超過している場合には、引受権行使により見かけ上利得が生じるが、実際には「オプション対価」と、「オプション対価を前払いしていることによる費用」を含めるなら、株価がB曲線をこえる時点で引受権を行使しなければ、真の利得は生じない（あるいは、引受権を売却す

る。通常引受権にはプレミアムがつくので、株の時価と行使価格の差額よりも高く売ることができる。またプレミアムは、残存行使期間が長ければ長いほど、大きくなるから、多くの場合、直接引受権を行使して取得した株を売却するよりも、引受権をそのまま売却した方が利得が大きくなる。しかしここでは発行会社と引受権者間での関係を扱っているものであり、最終的に起こる引受権行使までの間に起こる引受権の譲渡は、引受権者が変動するだけで発行会社になにも影響を与えないので、ここでは省略する)。

Yのように株価が変動した場合、見かけ上の利得はYマイナスAでかなり大きくなるが実際に投資者が払込むことになる総額の費用を表わすB曲線との差はわずかであり、見かけほどの時価割れ発行は行なわれてはおらず株主の財産的地位も守られているといえるのである。

また株価がXのように変動した場合は、投資者は、株価がB曲線を上回っていなくともつまり実質的な利得が生じなくとも、引受権を行使することになる。なぜなら引受権を行使しなければ、AB間のオプション対価として支払った費用を丸々損をすることになるのに対し、引受権を行使すれば、AB間の額には及ばなくとも、XA間の額だけ損失を取り戻せるからである。この場合には、新株が事実上、時価超過発行されたといえるのである。

株価がB曲線をもはるかに上回って上昇した場合には、オプション対価を加えた額を基準としても、大幅な時価割れ発行があったことになるが、このような極端な株価上昇が生じることが予想されるなら、発行会社はオプションを回収しようとするであろう。市場で転換社債や新株引受権附社債や新株引受権証券を買入消却することもできるし、転換社債や非分離型の新株引受権附社債の場合は、社債を償還することにより転換権・引受権を消滅させることができるので、社債の償還を予告することにより株価がまだそれほど上昇していない時点で転換権・引受権の行使を事実上強制することもできる。

ただし買入消却では、株価が大幅に上昇している場合には、転換権・引受権が大きな価値をもつことから、転換社債・新株引受権附社債・新株引受権証券の価格も上昇しているため、これを買入消却すると費用がかさむという問題がある。

したがってこのような場合には、買入消却よりも、社債の償還によりオプションの行使を強制することになるであろう。

分離型の新株引受権附社債から分離された新株引受権証券は、社債を償還しても消滅しないため、これを発行会社が希望するときに消滅させたいと考える場合には、引受権証券自体に償還条項を付さなければならないが、償還条項がついていない場合には、発行会社側から強制的に消滅させることができないため、行使の事実上の強制ができず問題となるが、米国の発行例では、このような場合には通常、ワラント行使期間が短くされ<sup>21)</sup>、株価がB曲線を大幅に上回るといったようなことのないように条件が設定されている。

以上の考え方によるなら、転換権・引受権が行使される多くの場合は、外観上は時価割れ発行に見えても、オプション対価を含めた全体としての払込額から見るなら必ずしも、時価割れ発行とはいえず、場合によっては、時価超過発行といえることもありうるということが明らかになるであろう。

特に、オプション対価が、社債発行時にすでに払込まれており、それが転換権・引受権行使時まで増殖していると考えるなら、このことはなお妥当するであろうこと前述（70頁）の通りである。

さらにその増殖率を、発行会社の普通社債の利回りで計算するのではなく、収益率で計算する場合には、収益率は社債の利回りよりも大きいのが通常だから、上のことは益々妥当することになる。

しかし、このように考えても、なお大幅な時価割れ発行といえる事態が起こりうることは否定できない。

その第一の場合は、オプションを回収することができる場合、つまり転換社債や、非分離型の新株引受権附社債や分離された引受権証券に償還条項がつけられている場合に、例えば図2の例でいうなら株価がB曲線を大幅に上回ることが予想されたにもかかわらず、会社側が償還権を行使しなかったため、結局株がB曲線を大幅に上回り、大幅な時価割れ発行が行なわれた場合である。この場合は会社側が適切に償還権を行使しておれば、大幅な時価割れ発行は防げたという点で、場合によっては、善管注意義務や忠実義務の違反となることもある<sup>22)</sup>であろう。

第二の場合は、償還条項のない引受権証券等につき、株価がB曲線を大幅に上回り、時価割れ発行の実態が生じた場合である。この場合は、会社側は時価割れ発行という事態の発生を回避する手段としては、引受権証券を市場で買入消却するしかないが、前述（71頁）のように引受権証券の価格が高騰している場合は費用がかさむという問題がある。しかし償還権不行使の場合と同様、買入消却をしなかったことが、善管注意義務や忠実義務に違反する場合もありうると考える。

引受権の条件・内容の設定が不適切だったことを理由に取締役任に責任を問えるかについては、引受権証券に償還条項を付さなかった点が問題となる場合があるとしても、その他の点については、社債発行時において、引受権の条件・内容が、引受権者に特に有利なものでなかったなら、その後の事情の変化によって大幅な時価割れ発行の実態が生じたとしても、それは社債発行当初予想できなかった事情から生じたものであるから、法的責任は問えないとすべきだろう。

引受権証券に償還条項を付さなかったことにつき法的責任が生じる例としては、行使期間が著しく長期に渡る場合、かつ償還条項の付与が、会社の資金調達をそれほど妨げることはない場合、つまり償還条項の付与が容易にできた場合が考えられる。それらの場合は「特に有利な内容の引受権」といえる場合が多いだろう<sup>23)</sup>。

以上がオプション対価論の内容である。

次には上の理論の中心概念であるオプション対価の計算法を説明する。

#### ☆ オプション対価計算法

オプション（転換権・引受権）の対価は、社債を普通社債よりも低利回りで発行できること、或いはオプションがないならついでであろう発行価格と実際の発行価格の差額であることは前述したが、ではそれをどうやって算出するのが問題となる。

一般的に主張されている計算法は、新株引受権附社債のうちの引受権の価値を算出するのに、新株引受権附社債がもし引受権が付与されていなかったらいくらで発行されたかを、同一の格付けで同一の残存期間をもつ普通社債の利回

りて新株引受権附社債の利率を除して、新株引受権附社債の社債部分の時価を算出し、それと実際の発行価額との差額を引受権対価として認識する<sup>24)</sup>という方法である。しかしこの計算は単純に新株引受権附社債の社債部分の発行価格に対する利子額が、普通社債の利回りと同じになるよう計算しているだけで、新株引受権附社債は、満期には、その社債部分の発行価額を上回る額の償還を受けることを見のがしており、従ってそれを含めた利回り全体が普通社債の利回りと同じになるような計算は行なわれていない。

そこでこのことをも考慮した計算法を示すと次のようになる。

まず転換社債や新株引受権附社債の社債部分の時価を算出する際に基準となる「発行会社が転換社債や新株引受権附社債と同期間の普通社債を発行したらつくであろう利回り」を算出する。

発行会社が転換社債や新株引受権附社債の満期と近似する満期をもつ普通社債を発行している場合は、その時価から利回りを計算し、そのような社債が発行されていない場合は、発行会社と社債発行格が同格の他社の普通社債を利用し、利回りを計算する（この点は前記の方法と同じ）。

厳密にいうと時価と償還額の差額は複利で利回りに還元すべきなのだが、普通社債の場合、その額はわずかなので無利子で計算してもそれほど誤差は生じないので、計算の単純化のため、実際は無利子で還元されることが多い。その計算法は、計算法 1 に示した。しかし正確を期するためには複利で還元するのがのぞましいので参考までに複利還元の計算法も示した。

次にこれを基準として転換社債や新株引受権附社債の社債部分の発行価格、つまり転換権や引受権がなかったらいくらで発行されたかを計算する。この場合は、社債部分の発行価格と償還額との差額が大きいので、複利で還元する（計算法 2・3）。そしてこの計算の結果えられた式をグラフで表わすと図 3 のようになる。

オプション対価（転換権・引受権の対価）は、実際の発行価格から右の式によりえられた社債部分の発行価格をさし引けばでてくる。

なお、米国のように、ワラント自体の市場価格が存在する場合には、ワラント社債の発行価格を、ワラントの時価と社債のみの時価で案分することにより



ワラントのみの発行価格を算出する方法<sup>25)</sup>もあるが(計算法5), ワラントは価格変動が激しく, それをすべて売り出すためには新株発行の場合と同様, ある程度の割引き発行が必要なのに対し, 社債の価格はそれに比べて, 比較的安定しているのでそれほどの割引発行を必要としないものであることを考慮するなら, これをワラントと同じ割合で, 割引あるいは割増計算するこの方法は, 妥当でないと考える。

また前述した二つの方法とも, 社債部分は常に市場での普通社債と同じ利回りで発行されることを前提とし, 或いはそれを基準に社債部分の発行価格を算出するが, これは社債発行の実態にそぐわないだろう。なぜなら, まれではあるが, 社債が特定の個人或いは会社に対し発行される場合には, 市場での普通社債の利回りよりも高かったり, 低かったりすることがありうるからである。従って後述(91頁)のように, オプション対価の額は, 発行会社が自主決定するのが望ましいと考える。この点については91頁で詳説する。

なお, 前述の計算法2と3及び図3は, そのまま社債部分の時の経過に伴う時価の変動式, 或いは変動曲線としても利用できる。ただし社債の期間中, 発行会社の普通社債の利回りが変動しないことを前提としている。

また参考までに, 額面発行で, 転換社債・新株引受権附社債の利率が一定の場合の, 社債期間とオプション対価との相関式とグラフを図4に, 期間が一定の場合のオプション対価と転換社債・新株引受権附社債の利率との相関式とグラフを図5に, オプション対価を固定した場合の, 転換社債・新株引受権附社債の利率と期間との相関式とグラフを図6にあげておいた。またオプション対価の計算法として, 転換社債や新株引受権附社債の利率と普通社債の利率の差額を, 社債発行時まで複利で還元しても同様の結果がえられることを, 計算法4で示しておいた。

図3で明らかになるように, 通常転換社債や新株引受権附社債は, 普通社債より低利であるため, その社債部分の時価は, 発行価格或いは額面よりもかなり低い額となる。転換社債の場合, 転換権が行使されれば社債も消滅するので, 社債部分のみを償還するという事態は生ぜず, 社債が償還される場合は, 転換権も消滅させられるので, たとえ券面額で償還したとしても, 社債部分の

時価超過分は、転換権を消滅させることの代償として払われる額と考えることができるが（その額で妥当かどうかは別として、とにかくそう判断することはできる）、新株引受権附社債の場合は、引受権が行使されても社債は消滅しないため（代用払込の場合は別）、引受権が行使された非分離型の新株引受権附社債、或いは分離型の分離された社債部分を満期前に、券面額で償還すると事実上割増償還（時価或いは、償還時の社債部分の理論上の価格を超過する分が割増分に当る）が行なわれたことになる。場合によっては社債発行時にえたオプション対価の実質的な払戻しといえる事態も生じえ、したがって、新株の時価割れ発行、株主の財産権侵害の問題がおりうることとなる（対価を資本金・資本準備金として拘束している場合には、実質的にはともかく形式的にはこの問題は生じない）。

したがって発行会社としてはこのことを考慮し、満期前の償還は（理論上の）時価に近い価格で行なうとするか、或いは満期前の償還によりおこる割増償還分を考慮して、社債契約の条件或いはオプション契約の条件・内容を設定することが必要となるだろう。

もっとも前者については、満期前の償還は額面を割る価格で行なわれることとなるので、投資家に新株引受権附社債の上記のような構造についての理解が広まるまでは、社債にそのような条件を付するのは困難かもしれない。

なお、非分離型の新株引受権附社債については、満期前の償還時にまだ引受権が行使されていない場合は、償還により引受権も消滅させられるため、上記の理論上の時価超過分は、転換社債の場合の転換権消滅の場合と同様、引受権消滅の対価と考えることもできるので、引受権もいっしょに償還される場合には、償還額を社債だけが償還される場合とは別に定めることが可能であり、それが望ましいと考える。

また、転換社債や代用払込可能な新株引受権附社債の場合、時価が券面額未満の社債が券面額で評価されて、新株が発行されることになる<sup>26)</sup>が（したがって代用払込の認められている場合は、ほとんどの場合に現金でなく社債で払込が行なわれるものと予想される。また起債ルール<sup>27)</sup>では、代用払込不可能な場合の引受権の行使価格のアップ率を2.5%以上としているのに対し、代用払込

可能な場合のアップ率を5%以上としているのは、実質的には、前述のことが考慮されたものと考える。さらに転換社債や新株引受権附社債の場合に、定時償還をしないで減債基金の積み立てを行なうことがあるのも、転換権や引受権を満期まで存続させるということの他に、前述のこのため、或いはそれを別のことばでいえば、低利で資金を借りていることの恩恵を満期までうけるためであると考えられる)、その時価と券面額との開きは、満期が近づくにつれ狭くなり、満期には券面額と理論上の時価が同じになり、その開きは0になる。

したがって、社債を現金のかわりに払い込むことができる場合（転換社債も含む）には、仮に転換価格・行使価格が一定不変に定められている場合でも、事実上その価格は、期間経過とともに通増するものといえる。それゆえその通増分に、社債発行時に払込まれたオプション対価の増殖分を加えるなら、新株の発行により会社に払込まれたと判断される額は、かなりの割合で、期間の経過とともに増加することになる。このことをグラフで示したのが図7である。満期に増割償還金が払われる場合には上記の増加率はますます大きくなることになる。

なお、前述の計算法2は、転換社債や新株引受権附社債の利率が普通社債より低いことを前提にして作成したが、この数式はそのままの形で、オプション証券の利率が普通社債の利率より高い場合にも利用できる。その場合のオプション対価は、実際の社債の発行価格から上記の計算によってえられた社債部分の発行価格を差し引いた額であることは前者の場合と同様である。

## 第2節 それぞれの理論の問題点

以上で、転換社債や新株引受権附社債の発行により必然的に生じる新株の時価割れ発行の問題を、それら証券の構造から解決する二つの理論をみてきた。すなわち、潜在論とオプション対価論である。以下では、オプション対価論からみた潜在論の問題点、矛盾点を論じるとともに、オプション対価論自体の問題点も検討する。

## 一 潜在論の問題点

潜在論には次の六つの問題点がある。

### 第一の問題点

この理論は、転換社債の発行時に潜在的に新株発行があったものとして、発行当時の株価からみて、転換価額が公正なら、潜在的な新株が公正な価額で発行されたものとみなし、その後の株価の変動を無視するが、通常の新株発行と、この理論のいう転換社債の発行による潜在的な新株発行は、まったく性格の異なるものである。つまり、通常の新株発行の場合は、投資者はその後の株価の上昇の利益とともに下落の危険も負うが、転換社債による新株発行は、株価が上昇した場合にのみ行なわれ、株価が下落した場合には行なわれない。つまり転換権は行使されない。それゆえ、転換社債への投資家は、株価上昇の利益は受けるが下落の危険は負わないのである。

したがって、転換社債発行時に潜在的な新株発行があったとして、その時点で通常の新株発行があった場合と同視するのにはむりがあり、潜在論は転換社債のもつオプション性、つまり選択可能性を見のがしているといえる。

### 第二の問題点

潜在論によれば、転換価額は社債発行時の株価からみて公正ならばよいことになるが、このことの不当さは次の事例を考えれば明らかになる。

仮に法律上の問題は別にして（商226条第1項と280条ノ2第4項が問題になると思われる）ある会社が、1年後に新株を発行することとし、ただしその払込金は、今すぐ支払ってもらおうという新株発行を行なうとする。この場合に、会社が発行価格を定める際には、或いは投資家がその定められた発行価格の当否を判断する際には、おそらく次のことが考慮されるだろう。

① 1年後の株価がどうなるか

② 新株が発行される前に資金を受けとること或いは支払うことの損得

これらのことが考慮され、決して、支払いを行なう時点での株価を基準として、公正ならよいなどということはありえないだろう。

1年後の株価が上昇することがかなりの確率で予想されるなら、発行価格は、支払をする時点での株価を大幅に上回ることはないにしても、その額に近

い価格か、それを若干上回る額に設定されるはずであり、支払時に会社に払込まれた額が1年後の新株発行時まで会社内で増殖するから、支払時の株価からみて公正ならよいなどと考える会社はないだろう（ただし、前に述べたように、新株発行の1年前に、資金を受けとることにより会社が受ける利益は、会社側は考慮するだろうし、投資家は新株発行1年前に資金を支払うことによる損失を考慮するだろう）。

逆に1年後の株価が相当の確実性をもって下落することが予想される場合は、払込額は支払時の株価より低めに設定されるだろう。

右の事例が示すように、1年後というように時期を固定し、しかも、必ず新株が発行されるというように選択権がない場合でさえも、右のようなさまざまな事情が考慮されて、新株の発行価格は決定されるのであり、払込が行なわれる時点での株価からみて公正ならよいというような単純なものではないのである。

まして、転換社債につけられている転換権の場合、選択権がつけられていることから、投資家は自己に有利な場合にのみ新株発行をもとめることができ、しかもそのチャンスは、ある一定の固定された時点のみでなく相当長期に渡る期間中ずっと与えられることになり、上の事例よりも投資家に極めて有利なものとなっている。

したがって、転換価額の決定の際には、これらの事情も考慮されなければならないが、潜在論のいうように、単純に、社債発行時の株価からみて公正ならよいというようなわけにはいかないのである。

### 第三の問題点

潜在論は、転換権行使時に株価が転換価額をずっと上回っていても、それは社債発行時に払込まれた額が会社内で機能し、増殖した結果だから、株主を害しないというが、株価上昇の原因は、社債の発行によりえた資金が増殖したことのみではないであろうし、仮に社債発行により会社に払込まれた資金が会社内で増殖したとしても、そのことに対する対価は社債の利払いという形で払っているのに、なぜさらに新株の時価割れ発行という特典を与えるのか説明がつかない<sup>28)</sup>。

もし、転換社債の利率が普通社債に比べ低いから、会社内の増殖分に対して十分な対価を払っておらず、その残りの分が株価の上昇に貢献していると主張する<sup>29)</sup>なら、低利であることがオプションの対価であることを認めることになり、オプション対価論との違いはわずかになる。

#### 第四の問題点

転換社債は、普通社債に比べ低利で発行でき、しかも転換価額は社債発行時の株価より5～10%ほど高めに設定されるが、潜在論ではこのことの説明がつけられない<sup>30)</sup>。

潜在論は、転換社債発行時に潜在的新株発行があったとして、その時点で通常の新株発行があった場合と同視するのだから、転換価額も通常の新株発行の場合と同様に、10%程度低めに設定しても問題はないはずだが、実際には時価をある程度上回っていなければ、特別の事情のない限り、有利発行に当たるとされている<sup>31)</sup>のである。それにもかかわらず潜在論からは、この点についてなんらの説明もなされていない。

また潜在論は、転換社債の利率を決定する際に、なんらの指標、基準も与えることができない。

これに対し、オプション対価論によれば、転換社債や新株引受権附社債の利率が普通社債よりも低いことを、転換権・引受権というオプション対価として、或いはその基準として、認識するため、その額、或いは低利の度合は、オプションの条件である転換価格や行使価格と相関関係にあることが明らかになる。つまり、転換価格や行使価格を高めに設定した場合は、株価がその価格を上回る可能性が少なくなることから、転換権・引受権の行使により利得する可能性が低くなり、オプションの対価は、それに対応して低めに設定されることになる。つまり、オプション証券の利率は、普通社債に比べて、それほど低利ではなくなる。

これに対して、転換価格や行使価格を低めに設定した場合は、転換権・引受権の行使により利得する可能性が高くなり、その利得の額も大きくなることが予想される。したがって、そのような場合は、オプション対価を高めに設定することが可能になる。さらに、オプション対価を、それに見合う十分な額だけ

受けとるなら、転換価格や行使価格を社債発行時の時価以下にすることも理論上は可能である。以上のことを図で示したのが図8である。

なお、このことは、同一の会社が、オプション証券の条件を設定する場合のことであり別個の会社の間では、それぞれの会社の株価の変動の可能性が異なることから、ある会社の転換社債が、他の会社の転換社債より転換価格のアップ率を高めに設定しているからといって、その会社の転換社債の利率が他社のそれより高くなることを意味するものではない。オプション証券の利率や、転換価額や行使価格がどう設定されるかは、それら証券を発行する会社の株価が将来どう変動すると予想されるかにより、さまざまでありうるのである。

潜在論では、このような、会社による発行条件の変化も説明できないであろう。

#### 第五の問題点

潜在論によれば、分離型の新株引受権附社債の場合には、残存する社債総額が、残存している新株引受権により発行される新株の総発行価額を下回る事態を引き起こすような社債の償還は、新株に対して潜在的になされた払込の払戻しをすることになり、社債発行時にすでに潜在的に新株発行があったという論拠が妥当しなくなるため、或いは社債発行時に会社に払込まれた額が会社内で増殖し、それが株価の上昇に貢献しているのだから株主の財産的地位を侵害しないという論拠が妥当しなくなるため（会社内での増殖がストップすることになるから<sup>32)</sup>）認められないか、或いはそのような事態が生じることにより被害を受ける者、すなわち株主の同意を、株主総会の特別決議という形で受けることを要求することになる（商341条ノ8第4項）。

しかし、会社に剰余資金が存在する場合は、その資金で社債を償還すればその社債に対する利払いを行なわなくてもよいという点で、会社経営上の費用を節約でき、収益の向上をもたらすことができるはずである。また市中金利が、社債発行後下落し、その社債よりも低い利率で資金を調達できるようになったなら、従前の社債を途中で繰上償還し、新たに社債を発行すること（社債の借換）により会社は利子費用を節約できるはずである。

潜在論がこのような会社の行為を禁止するなら、それは会社が損失を最小限

にしようとする行為を妨げることとなり、会社の損失を経て、ひいては、その損失は株主にまで及ぶのではないか。

潜在論が、分離型の新株引受権附社債の償還を制限するのは、株主の財産的利益保護のためであったはずだが、それが結果的には、会社の損失を経て、株主の財産的利益の損失につながるという皮肉な結果となることになる。

もっとも、転換社債や新株引受権附社債は、通常、普通社債よりも低利に定められているため、社債部分の時価が、額面未満であることが多く、これを満期前に、額面で償還することは事実上の割増し償還であり、場合によっては、社債発行時に会社に払込まれたオプション対価の払戻しと考えられる場合があり、したがって十分な額のオプション対価を受けとったとはいえず、新株の時価割れ発行、株主の財産権侵害の問題が生ずる可能性があること前述（76頁）のとおりであるが、このことは分離型の場合のみならず、非分離型の場合でも、引受権が行使された後の新株引受権附社債について当てはまるし、分離型の場合にしても、このことは、残存する新株引受権と社債の割合いかにかわらず、社債を額面で償還する場合には常に生じることである。

それに、このことは、事実上割増し償還されることになるという点を認識し、社債や引受権の条件を設定する際に、このことを考慮してそれらの条件を決定すれば、特に償還額を理論上の時価に近い額としなくても問題のないことも前述のとおりである（なお、期間途中の償還が事実上の割増償還となる社債について、市中金利の変動から社債の借換をする場合には、その償還費用をも考慮して利子費用を比較検討しなければならない）。

#### 第六の問題点

潜在論によれば、新株に対する払込は、社債発行時に潜在的になされたとされるから、新株引受権附社債の引受権が行使されて発行される新株に対する払込金には、引受権行使の際に払込まれる金額が充当されるのではなく、社債発行時に社債に対して払込まれた金額が充当され、引受権行使の際に払込まれた金額は、新株に対する払込金に充当された社債金額のかわりに社債金として充当されることになる<sup>33)</sup>（その結果、新株の効力発生時期は、通常の新株発行の例によらず、転換社債と同じになる。前述66頁）。



しかしこの考え方はあまりに技巧的ではないか。分離型の新株引受権附社債の場合に分離された引受権が行使されたときは、すでに分離され別個に流通している社債の発行価額が新株に充当され、引受権行使の際に払込まれた金額は、引受権とは別個に流通している社債に対して新たに充当されることになる。

以上六つの問題点、矛盾点から、潜在論は転換社債や新株引受権附社債の構造の正しい認識に基づいた理論とはいえず、その妥当性には、疑問が大いにあるといえる。したがってこの理論に基づき立法されている転換社債や新株引受権附社債制度には、誤った認識に基づく unnecessary 制限があったり、或いは、必要な規定を欠いたりしていると考えられる。またこれまで、潜在論に基づいて展開されてきた解釈論にも問題点があると考ええる。

そこで第3節では、オプション対価論に基づいて、転換社債や新株引受権附社債制度につき、解釈論や立法論を展開するつもりである。

しかしその前に、オプション対価論の問題点についても検討してみたいと思う。

## 二 オプション対価論の問題点

以上、転換社債や新株引受権附社債の発行により生ずる新株の時価割れ発行の問題を、実質的には時価割れ発行とはいえないとして解決する理論の一つである潜在論の問題点を指摘したが、この理論にかわりその問題を解決するもう一つの理論であるオプション対価論にもいくつかの問題点はある。そこでその問題点を次に検討するとともに、それに対する反駁も行なう。

### 第一の問題点

オプション対価の計算が、社債を発行することがほとんどない中小企業の場合、困難であること。

オプション対価、或いはその基準となる額を算出するには、その会社が転換社債・新株引受権附社債と同期間の普通社債を発行したら、どの程度の利回りとなるのが確定されなければならない。普通社債を発行する機会が多く、社債格付けも定まっている大企業の場合は、その確定は容易にできるだろうが、

社債を発行することのまれな中小企業の場合、それを確定するのは相当困難であることが予想される。

しかし、オプションは前述のように投資家に一方的に利益を与えるものであることを考えるなら、公正な取引によりそれが投資家に与えられる場合には、必ずオプションによる利益の取得と引換えに投資家はなんらかの対価を会社側に支払うはずである。また会社側もなんらかの対価を受けとらなければ、オプションを与えることにより、一方的に損をするだけであり、したがって公正な取引によりオプションが付与される場合には、会社は必ずオプションの対価を受けとっているといえるのである。

それゆえ、中小企業の場合に計算が困難だということは、中小企業がオプションの付与によりなんらかの対価を受けとっていることを否定するものではなく、この問題は理論上のものではなく、実際上のものである。

オプション対価を認識し、それを資本金・資本準備金に算入するべきだというオプション対価論の主張は、株主の財産的地位の保護のために必然的に要請されるものであるため、實際上困難だからという理由だけで譲歩することはできない。それに非上場の中小企業の株価の評価という困難な問題も、一応解決されているのだから、オプション対価の計算は困難ではあるかもしれないが、まったく不可能であるというわけではないと考える。

なお、後述(91頁)のようにオプション対価の決定を会社の自主決定にまかせる場合は、普通社債の利回りとは無関係にオプション対価を決定することが可能だが、その場合にも、オプション対価決定の際には、普通社債の利回りが基準とされるので、この基準を欠いている場合に、オプション対価を決定するのは、やはり同様に困難といえるだろう。

## 第二の問題点

オプション対価論は、株主の財産的地位の保護のため、一定の基準、方法により確定されるオプション対価を資本金・資本準備金として拘束すること<sup>34)</sup>を要求するが、このような会計処理をすると、社債の発行価額の一部が資本金・資本準備金として処理されるため、その分社債がディスカウント発行されたことになり、その差額を発行会社は、社債の満期まで毎年償却していかなければ

ならないため、会計帳簿上その分だけ収益が減り<sup>35)</sup>、転換社債や新株引受権附社債を低利で発行した利点がなくなり、転換権や引受権を付与した意味がなくなるのではないかという問題が起こる。

しかし、オプションの付与によりえた資金は現実には会社に払込まれていることは、これを資本金として処理しようが、利益として処理しようが（資本金・資本準備金として処理しない場合は結果的に収益として処理されることになる）同じである。

すなわち、たとえ資本金として処理してもその部分について会社は、転換権や引受権が行使されるまでは、新株は発行されていないのだから、配当をする必要はないし、社債として受けとった額でもないから利払いをする必要もない。したがって、実質的には、オプション対価を利益として処理した場合に外観上生じる社債の低利発行による利得と同じ利得をえていることになる。ただ会計帳簿上の外観上の収益が少なくなるだけである。

なお、オプション対価を資本金・資本準備金として処理する場合、その分だけ収益額が少なくなるため、収益に基づいて計算される法人税が少なくなるという利点が発行会社側に生ずる<sup>36)</sup>。

### 第三の問題点

オプション対価論によれば、オプション対価の額、つまり社債の利回りが普通社債より低い程度は、転換価格・行使価格と相関関係にあることから、転換権や引受権の条件・内容の公正さの判断のためには、転換価格や行使価格を考慮すると同様、それと相関的に、オプションの対価、つまり社債の利回りの普通社債との比較での低さの度合も考慮しなければならないことになる。

したがって、商法341条ノ2第3項及び341条ノ8第5項の「特に有利な転換の条件」「特に有利な内容の引受権」の解釈として、転換価格や新株の発行価格と同様に、オプション対価の反映としての社債の利回りも、その条件・内容にふくまれると解釈することになる（文字どおりに解するなら、前者のみを意味することとなるが、十分な対価を支払わずに転換や引受ができるとするなら、そのような転換の条件や引受権の内容は、特に有利なものといえと解することも可能ではないかと考える）。

この解釈は、社債の利率の設定を取締役会の自由裁量に委ねている法の立場（商法 296 条により社債は取締役会の決議のみで募集できる。利率の決定を制限する規定は見当たらない）と矛盾しないかという問題である。

これに対しては次のように反論できる。特に有利な条件・内容として考慮されるのは、社債の利回りそのものではなく、オプション対価そのものであり、利回りの低さの度合はそれとの関連で考慮されるにすぎない。つまり、オプション対価は、転換社債や新株引受権附社債では、利回りの低さという形で表われるがゆえに、オプションの対価の額の公正さを判断するための参考として社債の利回りが問題となるのである。

したがって、オプション対価の公正な額を確保しなければならないという制約が守られる限りにおいて、取締役会は自由に社債の利率や発行価格を決定することができるのであり、右のことは、取締役会が社債の利率を自由に決定することを否定するものではない。

つまり、原則として取締役会は自由に、利率等を定めることができるが、株主保護のため要求される十分な額のオプション対価額は少なくとも確保しておかなければならないため、オプション対価の反映物である社債の利回りに制約が加わるのである。その制約の内容は、利回りがある値（株主保護のために要求される十分な額のオプション対価が確保される数値）より低く定めることは自由だが、それより高く定めることは、十分な額のオプション対価が確保されなくなるため認められないというものである。

なお、社債の利率は、社債の発行価格との相関関係において考慮すべきであり（つまり利回りとして考慮すべきであり）、利率のみを単独で考慮すべきではない。

つまり、オプション対価の確保という観点からは、転換社債や新株引受権附社債の利率が、普通社債の利回りと同等であっても、それら社債の発行価額が額面を大幅に超過しており、その超過分が、オプション対価として十分なら問題はないのである（以上のような場合には、利率は普通社債の利回りと同じでも、利回りはかなり下回ることになる）。

なお、オプション対価を普通社債の利回りから算出するやり方では、前述し

たように転換社債や新株引受権附社債の社債部分の利回りは常に普通社債の利回りと同じになるということになり、社債発行の実体にそぐわない場合があることになる。

そこで後述（91頁）のようにオプション対価を普通社債の利回りから算出するのではなく、発行会社が自主的にオプション対価を決定し（現行法との均衡からは、その額が公正な限りにおいて取締役会の決議のみでオプションの付与ができるということになる）、その額を資本金・資本準備金或いは資本剰余金に算入するという考えをとるなら、社債の利回りは一応問題にならず、それとは無関係に、取締役会が決定したオプション対価の公正さを判断することとなる。したがって社債の利回り（利率や発行価額）は取締役会が自由に決定できることになる。

この考え方は、たとえば、新株と普通社債を組み合わせ1ユニットとして発行した場合、投資家に対しては、その二つの証券の発行価格の合計額を示せば足りるが、会社内の会計処理においては、そのうちいくら、新株の発行価額で、いくらが普通社債の発行価額かを決定しなければならないことと同じ考えに基づいている。そのうちの決定された新株の発行価格が公正なものでなければ、その新株発行につき、株主総会の特別決議が必要なのもと同様、決定されたオプション対価額が公正なものでなければ、株主総会の特別決議を要求するのである。

ただこのやり方によると、発行会社側が自己の都合のいいように社債価格とオプション対価を割りふることもできることとなり問題が生じる。

たとえば、本来の配分よりも社債部分を多くし、オプション対価を少なくすれば、その分だけ会計帳簿上の収益が増す。逆にすれば、収益は減り、そのことにより法人税を少なくすることもできることになる。

また、実際には不十分な額のオプション対価しか受け取っていないのに、本来の社債部分の発行価格を少なく配分することにより、会計帳簿上は十分な額のオプション対価が払込まれたようにすることも可能である。この結果、会計帳簿上は、株主保護に必要とされる十分な額のオプション対価が資本金・資本準備金として拘束されることになるが、右の不自然な配分の結果、社債部分は

極めて高利回り（極めて低い発行価額）で発行されたことになり、そのため会計帳簿上の収益は、本来より少なくなることになる。しかし、社債の発行価格は、取締役会決議で自由に定められることになっているので、株主は、彼らの経営責任はともかく、法的責任は、善管注意義務や忠実義務が問題となる場合を除いて問えないこととなる。

このことは、前述の、新株と社債を一緒に1ユニットとして発行した場合にも生じる問題であるが、株主の財産的地位の保護という観点からは、公正な額のオプション対価、或いは新株発行価額が、資本金・資本準備金として確保されるなら問題はないと一応いうことができるかもしれない。

しかし税徴収の公正という観点からは、或いは株主の財産権を実質的に保護するために、十分な額のオプション対価を実質的に確保するという観点からは、オプション対価の決定法に対し、なんらかの基準が必要であろう。その基準としては、やはり、転換社債や新株引受権附社債の社債部分の利回りが普通社債の利回りと同程度になるよう計算することにより算出されるオプション対価を用いるのが、一応妥当性をもつと考える。

取締役会がこの基準から大幅に逸脱し、社債部分が普通社債よりも著しく高利回りとなるような配分を行なった場合は、株主総会がそれをチェックし、不合理なものに対しては、経営責任や、法的責任（善管注意義務や忠実義務）を問えるように、毎年の会計決算期に、そのこと及びその理由を公開することとするのが妥当であると考え。これに対し、社債部分が普通社債より低利回りとなるような配分は、オプション対価が十分な額だけ確保されているのなら、株主はそれより会社の利益を経て、利益を受けるのだから問題はない。

以上が考えられるオプション対価論の問題点だが、それぞれの個所で説明したように、いずれもこの理論の妥当性を否定するほどのものではない。それゆえ転換社債や新株引受権附社債の構造理解には、この理論によるのが妥当と考える。

以下ではこの理論に基づいて転換社債と新株引受権附社債制度につき、立法論と解釈論を展開する。

### 第3節 オプション対価論に基づいた立法論と解釈論

我国の転換社債制度及び新株引受権附社債制度は、潜在論に基づいて立法されているので（新株引受権附社債の場合につき前述65頁以下）、潜在論に妥当性がないことが明らかになった今、その立法そのものが問題視されなければならない。

また、その立法を解釈する際にも、たとえその法律が潜在論に基づいて立法されたとしても、その妥当性に問題がある以上、潜在論に基づいて解釈するのは妥当でなく、オプション証券の構造を実態に即して認識していると思われるオプション対価論に基づいて解釈すべきである。

そこで以下では、オプション対価論に基づき、転換社債と新株引受権附社債について、立法論と解釈論を展開する。

#### 一 オプション対価の会計処理

潜在論では、転換権や引受権の対価をまったく認識せず、したがってこれについてなんらの法的処理も行なっていない。そしてこれが法の立場でもある。

これに対し、オプション対価論によれば、転換権や引受権の付与により発行会社がえた金額は、将来に起こりうる新株の時価割れ発行の代償としてえたものであり、投資家の側からしても、将来受けうる新株の時価割れ発行による利得の代償として支払ったものだから、双方の側でも、オプション対価は、将来発行される新株の払込金の一部として取扱うことが妥当であり、特に発行会社の側では払込資本として扱うことが要請される。そのことは、外観上生ずる新株の時価割れ発行による株主の財産的地位の希薄化は実際には存在しないとするために、つまり実際には時価に近い価格で発行されていると主張するために必要なことでもあるのである（前述72頁）。

この考え方に基づいて立法論を展開すれば次のようになる。

発行会社は、転換社債や新株引受権附社債の発行の際には、それら社債の発行価額のうちの、転換権或いは引受権の対価に相当する額を「転換権対価」或

いは「新株引受権対価」として会計処理し、転換権・引受権が行使された時点で、転換社債や新株引受権附社債による新株発行の場合につき定められた割合、或いは額に従って資本金・資本準備金として会計処理し直すこととする。

なお、転換権や引受権が行使されないまま失効した場合は、後述のようにオプション対価全額が資本準備金として処理されるのだから、社債発行時の初めから資本準備金として処理し、新株発行が行なわれた時点で定められた額を資本金に振り替えばよいという考え方もあるだろうが、後述のように発行会社は、転換権や引受権を買入消却した場合や、期間途中で一定の対価を支払って償還した場合には、オプション対価が取り崩されるので、これを初めから資本準備金として処理すると右の場合には資本金の額はそのままなのに資本準備金額が減少することとなり、あまり望ましいこととは思えない。

また本来的には、資本金・資本準備金として会計処理する額は、転換権や引受権の行使時まで、普通社債の利回り分で増殖したオプション対価額とすべきだが、そこまで一気に進むのは困難だろうから、さしあたっては、オプション対価額をそのまま資本金・資本準備金として拘束することが立法論として要求される。

転換権や引受権が行使されないまま期間満了により消滅した場合は、それらオプション対価金額を資本準備金として会計処理しなす。なぜなら、転換権や引受権が行使されずに消滅した場合には、新株発行は行なわれていないのでそれらの額を資本金として会計処理することはできないが、それらの対価は株主の財産的地位を希薄化の危険にさらして手に入れた金額だから、その見返りとして株主に還元すべく、資本準備金として会計処理すべきである。またこうすることにより、株主は、転換社債や新株引受権附社債の発行による財産的地位の希薄化から、短期的にも（まさに現在発行されているオプション証券による希薄化から）、長期的にも（その後行なわれることのあるオプション証券の発行により生じうる希薄化から）余裕をもって担保され、より保護されることになるからである。

現行法の解釈論としては、資本金や資本準備金として処理することはできないが、任意準備金としての資本剰余金として処理することは可能と考えるし、



このような処理を主張する者もある<sup>37)</sup>。その場合は総会の利益処分決議により行なうことになる。

問題はオプション対価をどう算出するかであるが、これには次の三つの方法がある。

① 新株引受権附社債の発行価額を、新株引受権の市場価格と社債部分の市場価格との比率で案分し、いくらが新株引受権の価格でいくらが社債部分の価格かを決定する。その数式については、計算法5に示した。

この方法は、転換社債にはつかえない。転換権が社債と別個に取引されることはないからである。非分離型の新株引受権附社債についても同様である。分離された新株引受権の市場価格と、社債から分離できない新株引受権の市場価格とは相当異なることが予想されるので(証券の流動性と投資効率が異なるため)、分離型の分離された新株引受権の市場価格を代用して使用することはできないからである。

この方法の問題点は前述(74～75頁)したように、新株引受権の価格と同率の割合で社債部分を割引、割増することにある。新株引受権は、株価と同等、或いはそれ以上の価格変動をするため、これを短期間に多量発行するためには、新株の発行と同様、ある程度の割引発行を行なう必要があるが、社債のように比較的価格の安定した証券は、大量に発行する場合でも割引率は低くてよいという違いを、この方法は無視していることになる。

またこの方法は、社債部分が常に市場価格と同額で発行されるということを前提にしているが(ただしそれは、上に述べたように社債の発行価格を新株引受権の発行価格と同率で割引、割増することによりかなり歪曲されている)、社債が特定の第三者に対して発行される場合には、発行価格や利率が市場で流通しているものとは異なることもありうるという実態にそぐわないことになる。

② 社債部分の理論価格を、普通社債の利回りに基づき算出し、その額を発行価格から差し引き、残額をオプション対価とする方法(前述73頁以下)。

この方法による場合、前述の①の方法の第一の問題点はないが、第二の問題点は、残存している。

③ 会社の自主決定に任せる方法。

この方法は、社債の利率、発行価格等の諸条件は、取締役会が自由に決定できるということと、株主の財産的地位を、転換社債や新株引受権附社債の発行により起こる新株の外観上の時価割れ発行、すなわち株式の価値の希薄化から守るために必要なのは、十分な額のオプション対価の資本としての確保であり、それが満たされている限りにおいて、社債の発行諸条件に制限を加えることは必ずしも必要ではないこととの両者の要請を同時に満たすものであり、その限りでは、この方法が最も望ましいものと考えるが、この方法には前述（87頁以下）のように欠点がある。すなわち、発行会社が自由にオプション対価額を決定しうるため、発行会社が自己に都合のいいようにオプション対価と、社債部分の発行価格とを割り振ることもでき、その結果、本当はわずかな額のオプション対価しか受けとっていないにもかかわらず、オプション対価の不足分を、本来の社債発行価格から一部流用することにより、会計帳簿上は十分な額のオプション対価を受けとったようにしうるという問題がある。この結果、会計帳簿上、社債がその利率に比較して極めて低い価格で（つまり高利回りで）発行されたことになるが、社債の発行条件の決定は取締役会で自由にできるので、株主は彼らの経営責任はともかく、法的責任は、忠実義務や善管注意義務が問題となる場合は別として、問うことができないのである。

つまり株主の財産的地位は公正なオプション対価が、会計帳簿上資本として拘束されることにより外観上保護されることになるが、実質的には、不十分な額しか払込まれていないオプション対価の不足分を、株主の直接手の届かない社債の発行条件の操作により、隠ぺいするところに問題がある。

なお、これとまったく同様の問題が、現行法上でも、新株発行と社債発行を組み合わせで行なった場合にも生じること、前述のとおりである。

以上、オプション対価決定法を三つあげたが最も望ましい方法としては次の方法が考えられるのではないか。

理論上、最も妥当と考えられるのは第三の会社の自主決定に任せる方法だが、その方法の実際上の欠点を克服するため、前述（88頁以下）のように、第二の方法と組み合わせて、発行会社がオプション対価を決定する場合には、第二の方法により算出される額を基準として（つまり、社債部分の利回りが市中の普

通社債の利回りと同等になるようオプション対価を決定する)、会社が自主決定し、仮にこの基準から逸脱するようなオプション対価を決定した場合は(ただし社債部分の利回りが、市中の普通社債より低くなる場合は、オプション対価が十分な額だけ確保されていれば問題はないので、それとは逆に高くなる場合にのみ)毎年の会計決算期に、そのこと及びその理由を公表し、株主が、法的責任(善管義務や忠実義務)や経営責任の追求を背景に、チェックできるようにするのが望ましいと考える。

## 二 発行会社が自社の新株引受権を取得することに対する法的対処 ここで問題となるのは、自己株取得の場合との対比である。

新株引受権は、株式ではないから、会社が自社の新株引受権を取得しても、自己株の取得の場合とは異なり、資本の払戻しをすることにはならない(もっとも、自己株の取得の場合でも、会社の利益でもって行なわれる場合は、資本の払戻しにはならないとの考え方も可能だと考える)。

また、新株引受権は、株式とは異なり、議決権をもたないので、会社が自社の新株引受権を取得しても、自己株取得の場合と異なり出資によらない会社支配の機会をつくることにもならない(もっとも会社は自己株につき、議決権をもっていない(商241条2項)ので、この自己株取得についての批判は、現行法上は妥当しないと考える)。

それに、新株引受権者は、株主ではないので、自己株取得の場合に問題となるように、特定の株主に、会社が高い対価を支払うことがありうるということはありません。

しかし、新株引受権は株式と同等、或いはそれ以上の投機性をもつので、会社が自由に自己の新株引受権を売買することを認めるなら、自己株取得の場合と同様、会社による新株引受権の市価操縦のおそれがあり、また、会社内部の非公開情報により、一般投資家の犠牲のもとで、会社が利得するというおそれもある。

このような危険の発生を防止するには、株式の場合と同様、会社が自社の新株引受権を取得するのを禁止するのが最も効果的な方法だと考えるが、他方、

会社が、相手側の同意をえて、オプションを回収する（オプション契約を撤回する）ことをも否定するのは、いきすぎではないかとも考えられる。

そこで、会社が自社の新株引受権を取得することは禁止しないが、その場合には必ず新株引受権が失効するものとすれば、会社は自社の新株引受権を買うことはできても売ることはできないので、上述の危険をかなりの程度回避することができるとともに、会社がオプションを回収する自由を認めることができるので、このように解するのが妥当ではないかと考える。

なお投機の危険性ということでは、転換社債や非分離型の新株引受権附社債も普通株と同等、或いはそれ以上の投機性をもつと考えられるので、これら証券についても上記と同様の規制が必要なのではないか。

なお、証券取引法は、会社の役員や主要株主が、その職務や他位により取得した秘密を不当に利用することを防止するため、その者が行なう株式売買を規制しているが（証券取引法189条）、立法論としてはこれと同様の規制が、新株引受権証券や転換社債及び非分離型の新株引受権附社債にもそれらが株式と同等の投機性をもつがゆえに必要なのではないか（末尾の追記参照）。また、それらの者がえた利得の提供を請求できるのは、会社ではなく、それらの者と取引した相手側とするのが妥当ではないか。というのは、会社が請求できるとすると、会社が自ら、それらの取引を行なったと同様の結果の発生を認めることになり、つまり自己株の売買を認めたと同様の結果となるからである。

### 三 会社が自社の新株引受権や転換権を回収した場合の会計処理

米国では、ワラント取引は資本取引とされていることを根拠に、新株引受権の取得価格が発行価格を上回る場合は、新株引受権対価を取り崩すと同時に、超過分を資本剰余金から取り崩し、他方、新株引受権の取得価格が発行価格を下回る場合は、取得価格分の新株引受権対価を取り崩し、残額の新株引受権対価を、資本剰余金に振り替えるという会計処理を主張する者もある<sup>89)</sup>が、取締役会の判断のみで行なわれるにもかかわらず、資本剰余金が減少することが起こりうる点に問題がある。新株引受権対価までは取り崩すことが許されとしても（新株引受権の回収により、新株引受権はもともと発行されていなかった

ことになるのだと考えればよい), それを超える額は損失として処理するのが妥当ではないか。つまりそのような結果をもたらした新株引受権の発行と回収は, 取締役らの経営上の失敗であったと評価するのである。

新株引受権取得額が新株引受権対価にみえない場合の残額の処理については超過分を損失として処理することとの均衡から, 利益として処理するという考え方もあろうが, 他方その利益は, 株主の財産的地位を希薄化という危険にさらすことによりえられたものだから, その見返りとして株主に還元すべく, 資本剰余金として処理すべきだという考え方も可能と考える。この考え方は, 新株引受権が失効した場合と同様の考え方に基づく。

また, 他社の新株引受権の売買により利益を上げるのは, 証券取引による利益として是認できるが, 自社の新株引受権の取引により利益を上げるというのは, 背後で不正な行為(例えば, 非公開情報による取引)が行なわれているのではないかと疑いを起こさせるので, 残額は利益としてではなく, 資本剰余金として処理するのが妥当であると思う。

なおこの点は, 新株引受権対価を資本金・資本準備金として処理するという立法論をとった場合でも同様であるし, 新株引受権対価ではなく, 転換権対価の場合でも同様に扱っていいと考える。

#### 四 商法341条ノ8第4項の制限

この規定は, 前述のように(65頁以下)潜在論によってのみ説明される規定である。したがって潜在論の不合理さが明らかになった以上, この規定は廃止されるべきである。

解釈論としても, 潜在論の立場を厳格に守るなら, 株主総会の特別決議があっても, 社債の期間を超える行使期間をもつ引受権の付与はできないことになるが(なぜならこの規定は実務の必要を考慮し, 例外的に, 株主総会の特別決議があれば, 社債の償還により結果的に, 社債の期間を超えて新株引受権が残在することを認めたのであり, 最初から, 社債の期間を超えた新株引受権の付与を認めたものではないと解されるから), そのよって立つ潜在論には妥当性がなく, またオプション対価論では, 引受権の行使期間と, 社債の期間との関

係はなんら重要性をもたないので、社債の期間を超える行使期間をもつ新株引受権附社債も、株主総会の特別決議があれば認めて差し支えない<sup>39)</sup>と考える。ただし償還条項のない長期の分離される新株引受権の発行には問題があることは前述した（73頁注(23)）。

#### 五 商法341条ノ8第3項の制限

この付与率制限が、新株引受権附社債制度に内在的なものか、政策的なものが争われているが、前者の主張は潜在論に基づくものだから、その主張には妥当性がないことになる。他方、政策的なものだと主張する者はその政策の内容をオプションの投機性をおさえるための制限と理解するが、分離型の新株引受権附社債の発行が許される以上、オプションそのものが流通することとなるのであり、社債発行時に付与率をいくらに定めても、分離されればオプションそのものが取引されるようになることにはかわりがない。

したがって分離型の場合は、付与率をいくらに定めようとも、オプションの投機性を押えることはできないのであり、分離型の発行を認めるなら、341条ノ8第3項の制限には合理的な根拠がないといえる。

また、この規定は、オプションの使用を社債に対する甘味剤という形で、しかも、付与率は1対1以内という制限付きで限定的に認めたもので、このような形でオプションの用途を制限しているところにこの規定の趣旨があるとする考え方もあるが、分離型の発行が認められている以上、分離型の新株引受権附社債を使えば、取締役らへの報酬として引受権を与えることつまり、米国でのストックオプションと同様の結果をもつ状態をも創出しうるのである。その方法としては、まず株主総会が、特に有利な内容の新株引受権をもつ社債の取締役らに対する発行を特別決議で承認する。その後、この新株引受権附社債の発行を受けた取締役らは、その社債部分のみを他者、或いは、会社の取引相手に売却することによって、特に有利な内容の新株引受権のみを保有することができるのである。社債部分の取得者が発行会社の取引相手の場合は、その取引相手が、分離型の新株引受権附社債の発行による取締役らに対するストックオプション類似の引受権の付与に、当事者として関与することになる<sup>40)</sup>。

#### 六 新株に対する払込が社債で行なわれる場合の社債の評価額

転換社債の場合、或いは新株引受権附社債につき代用払込が行なわれる場合には、社債の発行価格をもって新株の払込価額とするのが立法だが（商341条ノ7第2項、222条ノ3、341条ノ8第2項6号）、これも潜在論に基づいた考え方である。オプション対価論の立場からは、社債の償還額により新株を発行するとすべきである（この立場でも償還額を発行価額と同額にすることを社債契約で定めれば、現行法と同じ状態を造り出せる）。

また、現在、実務では、新株に対する払込金が、社債額面ではなく、発行価額であることから生ずる混乱をさけるため（発行価額がいくらであったかは、投資家は容易に知ることができないため）、転換社債や代用払込可能な新株引受権附社債については、額面で発行することが行なわれているが、オプション対価論の見解によれば、社債の償還額が、新株の発行価額となるため、社債の発行価額を発行会社は自由に定めうることになり、転換社債や代用払込可能型の新株引受権附社債の発行が単純容易になるであろう。

なお、社債の発行価額を新株の払込価額とする立場では、償還価額を超える価額で社債が発行された場合（額面超過発行）、その超過分は多くの場合、利率が額面発行の場合に比べて高いことに基づくものであるから、その額面超過分は利子の形で会社外に流出しているにもかかわらず、なおも発行価格で社債を評価することになり、実質的には、新株の発行価額未満で新株を発行することになる。

額面割れ発行の場合は、上の場合と逆の現象が起こる。

#### 七 特に有利な転換の条件、引受権の内容とは（商341条ノ2第3項、341条ノ8第5項）

この問題については、潜在論の第四の問題点及び、オプション対価論の第三の問題点で論じたが、ここでその内容を簡潔に述べると、潜在論は、転換社債や新株引受権附社債の発行時に潜在的な新株発行或いは潜在的な払込があったとして、その時点で通常の新株発行があった場合と同視するのだから、転換価額や行使価額についても、通常の新株発行の場合と同様10%程度低めに定めて

も特に有利なものとはいえないはずだが、現実には、社債発行時の株価をある程度上回るように設定しなければならないと解釈され、実際の発行例でも5～10%ほど高めに設定されている。潜在論ではこの点の説明がつかない。また潜在論は転換権や引受権の対価を認識せずしたがって、転換権や引受権の付与により、社債が低利で発行できることが無視される。

これに対し、オプション対価論は、転換価額や行使価額は、転換権対価や引受権対価と相関関係にあるがゆえに、転換価額や行使価額のみでもって、転換の条件や引受権の内容が公正か否かの判断はできないため、法文の「転換の条件」や「引受権の内容」には必然的に転換権対価や引受権対価が含まれるものと解し、現行法上、それらの対価額は、社債の利率や発行価額を用いなければ算出できないので結果的にそれらも考慮されることになる。

さらに立法論として会社がオプション対価を自主的に決定するとの立場をとるなら、これら法文の表現も次のように変えられることになるであろう。「公正な額の対価を受け取らずに転換権や引受権を付与するには株主総会の特別決議を必要とする。」

転換価額や行使価額よりもオプション対価を表面に出したのは、公正さを判断する基準としては、オプション対価の方が便利だからである。つまり行使価格で公正な額を調整するよりもオプション対価で公正な額を調整する方が容易だからである。

#### 八 特に有利な条件・内容の転換社債や新株引受権附社債を発行した場合の問題点

特に有利な条件・内容の転換社債や新株引受権附社債の発行は、新株の時価割れ発行が起こる可能性が極めて高いため、その発行には株主総会の特別決議が必要とされているが、転換権・引受権の行使期間は、通常15年程度の長期なため、特別決議が行なわれてから現実には新株の時価割れ発行が行なわれるまでの間に長期間が存在し、その間の株主の変動も大きいことが予想される。

もしある会社が、特に有利な条件の転換社債を発行したが、その後ある投資家がそのことを知らずにその会社の株主となった場合、その株主は、自らその



発行の決定に参加しなかった特に有利な条件の転換社債により引き起こされる新株の時価割れ発行にともなう財産的地位の希薄化を被ることになる。特に問題となるのはある会社の株主が自己の会社が発行した特に有利な内容の新株引受権（附社債）を取得しており、その引受権の行使の直前に自ら保有する株を売却し、その直後に特に有利な内容の引受権を行使することにより新株の時価未滿で取得する場合<sup>41)</sup>である。この場合、新株引受権者は、新株の時価割れ発行が起こる直前の株価で株を売却し、その後、新株の時価未滿で取得することにより、利益をえるが、他方、新株引受権者が保有する株を買った者は、株を買った直後に時価割れ発行が行なわれ、その財産的地位を株を買った直後に侵害されてしまうことになる。時価割れ発行される新株数が、発行済株式総数に対して多ければ多いほど侵害の度合いは大きくなる。その程度が非常に大きいときは、場合によっては詐欺に近いような事例もありうるだろう。

このような詐欺的行為から投資者を保護するため、発行済株式総数に対して大きな割合を占めるような数の新株を発行することになる特に有利な条件・内容の転換社債や新株引受権附社債を発行した会社は、そのこと、及び、それら証券の条件・内容を、行使期間が終了するまで公開しつづける義務を負うとする必要があるのではないか。また証券業者が、株式の売買を仲介、斡旋する場合に上の事実がある場合には、そのことを買主に忠告する義務を証券業者に負わせる必要があるのではないか。

これと同様の問題は、通常の新株発行の場合にも生じる。この場合は、発行決議と実際の新株発行が行なわれるまでの期間が比較的短期（6ヶ月以内）なので、オプション証券の場合ほど問題は深刻ではないが、やはり、会社と証券業者に、オプション証券の場合と同様の義務を負わせるのが妥当だと考える。

#### 九 不公正な発行価格による引受人の責任の趣旨（商 341 条ノ 7 第 1 項、341 条ノ 18、280 条ノ 11）

オプション対価論によれば、ここでいう著しく不公正な発行価額とは、転換社債・新株引受権附社債に十分な額のオプション対価がふくまれていることを意味するものと考えられる。したがってその場合に、引受人が会社に支払を

要する金額は、公正なオプション対価との差額を意味することとなる。

しかしオプション対価は、社債部分の発行価格と混合されて、全体としての転換社債や新株引受権附社債の発行価額に含まれているため、オプション対価の不足分を社債部分から流用することが容易にできる。したがってこの考えに基づいて、この規定を適用するのは困難なことが多いことが予想される。

しかし、一応の適用の基準としては、オプション対価が十分支払われているとの主張があっても社債部分の利回りが、特に理由もないのに市中の普通社債の利回りよりも極めて高くなるような場合は、本来はオプション対価が不十分なのにもかかわらず、その不足分を補うため社債部分から流用しているものと推定し、不公正な価額による引受人の責任を肯定するのが妥当と考える。

なお、公正なオプション対価額は、転換社債や新株引受権附社債の発行時を基準にするのが普通の考え方だと思うが、引受人の責任追及の時点で、新たにオプション契約の条件を設定しなおすと考え、その時点を基準に、公正なオプション対価額を決定することもでき、会社の方で、自己に有利な方を選択できるとする考え方も検討に値するのではないか。

またすでに新株が発行されてしまった場合についても、公正なオプション対価との差額を請求できるとするとともに、新株発行時或いは、責任追及时的株価と、オプション対価も含めて実際に払込まれた額との差額も選択的に請求できるとする考え方もありうるのではないか（通常の新株発行の場合も、同様に、発行会社は、新株発行時の株価と実際に払込まれた額との差額、或いは責任追及时的株価と実際に払込まれた額との差額のいずれか自己に有利な方を選択的に請求できるとする考え方もありうるだろう）。

これら責任追及时的の時価を基準とする考え方は、そもそも取締役と通じて著しく不公正な発行価格で証券を取得することは（公序良俗違反で）無効なのだが、責任追及时的の時価を基準にした公正な額を支払うことにより、無効な契約を追認する、或いは新たに契約しなおすという考え方に基づいている。

#### 十 発行差止めの趣旨

転換社債や新株引受権附社債そのものの発行を差止めることができることも

に、それらによる新株発行を差止めることもできると考える。それにより、オプション対価の払戻し義務や、新株発行をしないことによる損害賠償義務が会社側に成立することがあるかもしれないが（転換権者や引受権者に、取締役との通謀や同一性がある場合は、賠償責任は成立しないだろう）、それでも新株発行を差止める実益があることも考えられるからである。

この考え方の根拠としては、現実にはまだ新株が発行されていないこと及び、転換権・引受権は契約により成立した権利であり、しかも金銭による賠償で十分契約が実現されたと同様の利益を、契約の相手側に与えることができることがあげられる。

以上がオプション対価論に基づいた立法論及び解釈論である。

これで株主の財産的地位希薄化の問題に関する構造論的議論を終わり、次節では、転換社債と新株引受権附社債についての第二の希薄化の問題である転換権・引受権の希薄化と消滅の問題を論じる。

#### 第4節 転換権・引受権の希薄化と消滅の問題

発行会社のさまざまな行為（たとえば株式の無償交付や株式配当）により、転換権・引受権の対象である株式の価値が変動し、そのため、転換権者や引受権者のもつ転換権や引受権が希薄化されることがある。

また発行会社の他の行為（たとえば合併、解散など）により転換権・引受権が、行使期間満了前に消滅してしまうこともある。

ここでは、これらの会社の行為によって引き起こされる転換権・引受権の希薄化や消滅に対する転換権者・引受権者保護の問題を扱う。

##### 一 転換権・引受権の希薄化の問題

オプション権者を、オプション権の希薄化から守るため、通常オプション契約には、反希薄化条項が付与される。米国で今日一般的に使用されている反希薄化条項は、マーケットプライス方式といわれるもので、その具体的な数式は計算法6に示しておいた。その数式がなにを意味しているかは、この数式を少

し変形すると明らかになる。この変形式も計算法6に示しておいた。

すなわちマーケットプライス方式は、既発行株式をすべて時価で評価して、会社自体の時価を算出し、仮に新株発行が時価で行なわれた場合に会社の時価がいくらになるかの額と、実際に新株に対し払い込まれた総金額を、新株発行前の会社時価に加えて算出される新株発行後の会社の時価とを比較し、その割合に従って、転換価額や行使価額を調整するものである。すなわち新株発行が時価で行なわれるなら、転換権・引受権の希薄化は生じないとし、新株発行が時価で行なわれた場合を基準に転換価額や行使価額を調整するのである。我国の転換社債や新株引受権附社債にも、ほとんどの発行例にマーケットプライス方式が採用されているが、この方式には、次の問題点がある。

① この方式は、なんらかの形で新株発行が行なわれる場合でないとは作用しない。このことはその数式を見れば明らかである。

しかし株式価値の希薄化は、新株発行とは無関係に発生することもあるのである。

例えば、多額の会社資産を株主に分配する場合である。これに含まれる例としては、スピノフ（spin-off）や多額の現金配当<sup>42)</sup>があげられる。

米国での最近の発行例のほとんどは、スピノフについての反希薄化条項をもっており、それが行なわれた場合は、転換価額を調整することで対処している<sup>43)</sup>という。また、発行例のほとんどが配当制限条項をもっている<sup>44)</sup>という。

我国でも、このような場合の対処法を検討しなければならないのではないのか。

② 我国では、収益の額とは無関係に額面を基準にして配当が行なわれているため、マーケットプライス方式が予定する株価変動と必ずしも一致しない場合が起こる。

例えば、新株の無償交代が行なわれたとすると、マーケットプライス方式では、転換価格等は、無償交付される新株数が、発行済株数に対しどの程度の分量かにより、修正されることになるが、我国の実務では、配当は1株当りの収益とは無関係に、額面を基準にして行なわれるため、実際の株価は、無償交付が行なわれた後でも、マーケットプライス方式が予定するほど下落しないのが

通常である。

したがって、このような我国の配当の実体を反映した反希薄化条項が考え出されなければならないのではないだろうか。

なお、米国の判例では、明示的な反希薄化条項がない場合でもオプション権者保護の判決を下した事例があり<sup>45)</sup>、学説でも、それまでの古典的契約理論に基づいて、保護規定がなければ保護しない<sup>46)</sup>というのではなく、新古典的契約解釈論に基づいて、契約の当事者は、契約から利益を受ける相手の権利を破壊したり、害したりすることのないよう信義誠実に行動する義務があるとして、明示的な反希薄化条項がない場合でも、この自由に造りかえられる信義誠実義務を通して契約の相手の利益を害する利己的な行為に対して制約を加えるべきことを主張する者もいる<sup>47)</sup>。

さらには、信義誠実義務を根拠にして契約の一部を無効とした判例や、取締役が株主に対して負っている受託者義務を拡大し、転換社債権者に対しても取締役は、受託者義務を負うとした判例もある<sup>48)</sup>。

以上のことはオプション権の希薄化についてだけではなく、消滅の場合にも同様に妥当する議論である。

なお参考のため、独逸での情况进行と、独逸ではマーケットプライス方式は一般的には採用されておらず、次のような、オプション権希薄化に対する対処が行なわれている<sup>49)</sup>。

会社財産による資本増加つまり出資によらない資本増加の場合には、株式法に規定がある。すなわち「条件付資本は資本と同じ割合で増加する」(218条)である。

この規定によりたとえば、無償交付が行なわれた場合は、オプションの対象となる株式数は、株主が受けとる新株と同じ割合で増加することになる。

これに対して、出資による資本増加の場合は、これに相当する保護規定がない。

したがって新株が時価未満で発行された場合は、オプション権の価値が希薄化されるが、これに対しては次のことを社債契約に定めることで対処できるとされている。すなわち、資本増加の際には据置き期間中でもオプション権の行

使ができるようにすること、或いは会社が、資本増加決議の際には、オプション権者に新株引受権を与えることを約束することである。ただし株式法 187 条により、そのことを社債契約で確保することはできないので、必ず新株引受権を与えることができると保障されているわけではない。

なお最近の社債契約では、オプション権の希薄化に対処するため、資本増加の際の引受権の市場価格を基準とした金銭上の調整（つまり転換価額や行使価額の調整）について定めがされているという。引受権の市場価格が基準とされるのは、それが希薄化の経過に相応しているからとされている。

他方、オプション権者の権利は資本減少によっては変化しない（ただし Meilicke は反対の見解をとる）。そのオプション権は資本が減少しても、そのままの状態に残る。なぜならオプション権は会社内の事象により影響を受けない債権者権だからとされている。

## 二 転換権・引受権の消滅の問題

発行会社が合併、解散などにより消滅した場合は、発行会社に対する転換権・引受権も消滅するが<sup>50)</sup>、この場合のオプション権者の保護をどうするかがここでの問題である。

米国では1920年代までにすでに、転換権者保護のために、合併や整理、清算の際には、普通株主に対し分配される証券やその他の対価に転換しうる権利を創造する条項が発達しており、今日でもそれは規範として残っているという<sup>51)</sup>。

しかし合併の対価として株式などの証券でなく現金が交付される cash out merger については、このようなことが行なわれるようになったのが比較的最近であるため、これに対する転換権の保護規定の普及がまだ十分ではない<sup>52)</sup>。

他方いくつかの取得会社が、cash out merger の際に1株当りの現金対価がワラントの行使価格より低いため、ワラントは無価値であるにもかかわらず、ある一定の解決金を与えた例があり、これを発行会社がワラント所持人の株主的性質を認識していたことに帰する見解もある<sup>53)</sup>。

レッドランドファイナンス N. V. のワラント社債発行例<sup>54)</sup>では、会社更生や合併を目的とする任意清算の場合は、預託会社（ワラント権者にかわって引受

権を行使し、ワラントの対象となる株を取得する）は更生計画案、合併計画書の当事者にならなくてはならないと定められ、或いは清算（整理）の場面では会社財産に対し預託会社は、買取権行使前でもすでに株主であったと同様の権利を行使できるとされ、ワラント権者の保護がはかられている。またワラント契約中には、社債権者集会に該当するワラント所持人集会に関する規定がおかれており、ワラントの条件、ワラント契約の内容の変更などワラント所持人の利益に影響を与える事柄につき特別決議をすることができることなどが定められている。

以上のような保護規定がない場合でも、新古典的解釈論により発行会社には、信義誠実義務が課せられるとする学説があること、及び信義誠実義務を根拠に契約条項の一部を無効にする判例や受託者義務を発行会社の取締役役に課す判例が存在することは前述のとおりである。

なお独逸では、合併、組織変更により、オプション権が消滅する場合は、損害賠償義務が生ずるとされている。

その根拠は、転換権の場合は、独逸民法265条第2文（選択債務についての規定）による。その理由として、転換権と選択債務との違いは、わずかで、ここでは注目するに値しないからとされている。引受権の場合は、積極的契約（債権）侵害が根拠とされている。

損害額は、転換権の場合は、市場価格を基準とした転換社債の価値と、転換により手に入れられる株の価値との差額である。株の価値は、合併、或いは組織変更の時点での会社の資産、収益状態に応じて測定される<sup>55)</sup>。

以上は独逸での状況だが、我国においても会社が自主的に合併や清算することにより消滅する場合には、オプション権者は、将来起こりえた株価上昇による利得の可能性を奪われることになるのだから、なんらかの補償が必要であると考えられる。

なお、転換権・引受権は発行会社が償還条項を行使することによっても消滅する。もし発行会社は、任意にいつでも償還しうるものとするなら、転換権・引受権は、会社の意のままに消滅させられてしまうことになり、転換権・引受権は極めて不確実なものとなるであろう。

したがって、転換権者・引受権者の保護のためには、なんらかの形で償還権の行使を制限することが必要であろう。たとえば、オプション発行後最初の数年間は、償還権の行使を禁止する<sup>56)</sup>とか、或いは、償還権を行使して、転換権・引受権を消滅させ、その後起こりうる株価の上昇による利得の可能性をうばう場合は、それに見合う補償を義務づけるなどの転換権・引受権の保護手段が必要なのではないか。

### 三 オプション権を侵害する行為を前もって通知・公表することの必要性

前述のようにオプション権の消滅に対する保護は必ずしも十分ではないので、会社が、そのような結果をもたらす行為を行なう場合はそのことを前もって通知・公表することがオプション権保護の観点からは極めて重要である。米国では、通常のオプション契約には、収益からの配当、新株引受権の付与、合併、多額の資産売却、整理、清算につき、前もって通知することが規定されている<sup>57)</sup>という。

前述のように償還もオプション権を消滅させる行為だから、これについても、前もっての通知を要求すべきだろう。

- 12) 稲葉・前掲書注11) 410頁、服部＝星川編・基本法コンメンタール 第四版 会社法 2 214頁(竹中)、竹中正明「社債(1)新株引受権附社債(その1)」税経通信 40巻9号 135頁、堀口＝酒巻編・改正会社法詳説 256頁(竹中)。
- 13) 河本一郎・現代会社法(新訂第5版) 285頁。「《座談会》商法等改正要綱の問題点」企業会計 33巻4号 47頁(河本発言)。木内宣彦・会社法(企業法学Ⅱ) 189頁。元木伸・改正商法逐条解説〔改訂増補版〕 233頁。元木伸「商法の一部を改正する法律の概要(中・三)」商事法務 911号18頁。三宅良三「新株引受権附社債制度とその登記登録事務について(上)」商事法務 919号69頁。北島富雄「新株引受権附社債・会社の計算(その1)」企業会計34巻9号107頁。
- 14) 稲葉・前掲書注11) 411頁。
- 15) 竹内昭夫・改正会社法解説 272頁。
- 16) 同旨、山一証券経済研究所編・改正商法の要点 216頁。
- 17) 鴻常夫「新株引受権附社債について」ジュリスト747号135頁は341条ノ8第4項の立法理由の了解は相当に困難であるとする。
- 18) 稲葉・前掲書注11) 412頁。
- 19) 鴻・前掲書注 3) 462頁。
- 20) 同様の主張をするものに、山本嘉彦「新株引受権付社債の会計処理」企業会計37巻 3号43頁、藤野信雄「新株引受権附社債の会計処理等の諸問題」商事法務913号24頁、



大沼長清「新株引受権附社債と税務実務」税経通信36巻13号123頁。

米国ではワラント対価は払込資本として処理されている。転換社債についてはオプション部分が分離されないという理由で転換権（オプション）対価部分は会計上、評価されていない。非分離型のワラント債も転換社債と同様に処理されている。このような会計処理に対しては批判が多い。たとえば Klein 前掲注 3) 564頁及び note 49は転換社債もワラント債と同様に処理すべきだとする。

なお、新株引受権証券の取得会社側の会計処理では、新株引受権対価は、新株に対する払込金の一部として処理されている。山本・前掲41頁，大沼・前掲124頁。

オプション対価をなら認識しないで会計処理を行なうと、オプション対価は結果的に収益として処理されることになる。

- 21) Reiling, Warrants in Bond-Warrant Units: A Survey and Assessment, 70 Mich. L. Rev. 1438 (1972) は、株価が経営者の予想以上に上昇したとしても、行使期間が短ければ制御が可能だとし、望ましいワラント期間として5年程度を主張する。また同書1472頁によると一般の発行例でも、ワラント期間は通常短く定められ、一般的には5～10年の間だという。
- 22) Klein 前掲注 3) 568頁は、償還により転換を強制することが会社にとって有利な場合、それを実行する義務を取締役は株主に対して負っているという。
- 23) Reiling 前掲注21) 1438～1439頁は、通常状況においては、行使期間が永久のものや50年のものばかりでなく20年の行使期間をもつワラントの発行でさえ極めて疑わしいという。
- 24) 藤野・前掲注20) 124, 128頁，大沼・前掲注20) 123頁，高島正夫編著・改正会社法の基本問題 110頁注30（竹中）。
- 25) 山本・前掲注20)41頁，藤野・前掲24頁，27頁，大沼・前掲123頁。
- 26) したがって実質的な行使価格・転換価格は、表示されている行使価格や転換価格以下となる。同旨 Reiling 前掲注 21) 1416頁 note 32.
- 27) 水口宏「新株引受権付社債の制度・手続の概要（上）」商事法務 934号4頁。
- 28) 前田庸「金融」芦部＝星野他編・岩波講座基本法学7－企業 194頁は、転換社債や新株引受権附社債の場合に払込金が会社内で増殖するなら、普通社債の場合にも同じことがいえるのではないかという。
- 29) Dewing 前掲注 4) 269～270頁 note cc の主張は一見潜在論のようだが前後の文脈から判断すると、本文中のことをいっているものと考えられる。
- 30) 同旨、前田・前掲注28) 195頁（ただし行使価格の点のみ主張）。
- 31) 鈴木竹雄・新版会社法（全訂第三版）303頁，北沢正啓・会社法（新版）608頁。
- 32) 「《座談会》商法等改正要綱の問題点」企業会計33巻4号48頁（河本発言）。
- 33) 稲葉・前掲書注11) 410頁，竹内・前掲書注15) 273頁。
- 34) ただし転換権・引受権が行使されるまでは転換権対価，引受権対価として処理する方法もある。（後述89頁）
- 35) 米国では転換社債については転換権対価を資本金等として拘束しないため，転換社債の場合は会計帳簿上の収益の減少は生ぜず，この点でワラント債は転換社債より不利だとされる。Hayes & Reiling 前掲注 2) 143頁。
- 36) この点で，米国ではワラント社債の方が転換社債より有利と考えられるが，経営者

は帳簿上の収益が下がるのをきらい、ワラント債より転換社債を選びがちだという。

Hayes & Reiling 前掲 145頁。

- 37) 山本・前掲43頁、藤野・前掲24頁、大沼・前掲123頁。
- 38) 山本・前掲44頁。なお、損益項目として処理する見解も紹介している。
- 39) 結論同旨、北沢正啓・改正株式会社法解説 121頁、堀口=酒巻編・前掲注10) 268頁注7(竹中)、水口宏「新株引受権附社債における諸問題」企業会計33巻6号44頁、山一証券経済研究所編・前掲注16) 216頁。
- 40) 山本・前掲注20) 45頁で紹介されている事例。
- 41) 注40) と同事例。
- 42) 配当政策により株主の地位はそれほどかわらないが、ワラント・転換権の価値は激変する。Klein 前掲注 3) 552頁。
- 43) Bratton 前掲注 7) 690, 713頁。なお同書695頁 note 114 によると1981年10月1日から1982年9月30日までの期間に公募された転換社債の発行例46のうち44が spin-off とその他類似の分配につき比例的な調整を定めていた。
- 44) Bratton 前掲 695頁 note 114. 上の発行例46のうちの 35 が、利益からの現金配当に限り調整なしに許している。
- 45) B. Graham, D. Dood & S. Cottle: Security Analysis (4th ed. 1962) 621 note 1, Reiling 前掲注21) 1442頁, Stephenson v. Plastics Corp. of America, 276 Minn., 400, 150 N. W. 2d 668 (1967).
- 46) 同旨、鴻常夫「転換社債」田中耕太郎編・株式会社法講座第五巻 1773頁。
- 47) Bratton, 前掲 684, 692頁。
- 48) Bratton 前掲 720頁以下, Broad v. Rockwell Int'l Corp., 614 F. 2d 418 (5th Cir. 1980), Van Gemert v. Boeing Co., 520 F. 2d 1373 (2d Cir.), Pittsburgh Terminal Corp. v. Baltimore & O. R. R., 680 F. 2d 933 (3d Cir. 1982) 他。
- 49) 以下 C. Barz 他, Aktiengesetz; Groß Kommentar III (3. Aufl. 1973) 209頁による。
- 50) ただし新設合併の場合の新設会社に、消滅会社たる発行会社との同一性が認められるときはオプションは新設会社に引き継がれると解される場合がある。鴻・前掲注46) 1777頁注22及び前掲注 3) 477頁, Bratton 前掲 682頁 note 57.
- 51) Bratton 前掲 684~685頁。
- 52) 発行例46(注43) みよ) のうち, cash out merger についての保護条項をもっていたのは約半数しかなかった。しかもそれは合併の際に支払われる現金対価に転換価値を固定するものだった点で不十分なものだった。Bratton 前掲 695頁及び note 111, 713頁及び note 171.
- 53) Bratton 前掲 705頁及び note 151.
- 54) 長谷川俊明・ワラント付社債 109頁。
- 55) Aktiengesetz; Groß Kommentar III 前掲注49) 210頁。
- 56) 注 8) みよ。
- 57) Bratton 前掲 729頁。

### 第3章 転換社債・新株引受権附社債の構造と株主の地位

前章で、転換社債と新株引受権附社債の発行を通常の新株発行と同視する理論である潜在論には妥当性がないことを論証し、両者ともにオプションと社債の二つの部分から成り立っていること及びその二つの部分は独立別個のもので、潜在論のいうように密接不可分のものではないことを明らかにした。

この章では、上で明らかにされた転換社債と新株引受権附社債についての新たな構造論が会社法構造内での株主の地位にどのような影響、変化を与えることになるかを論じる。

典型的な事例として、転換社債や新株引受権附社債が株主以外の第三者に発行される場合を例にとって説明していくが、転換社債や新株引受権附社債も、結果的には新株が発行されることを前提に行なわれ、実際にも結局は、新株が発行されることが多いので、まず第一に株主以外の第三者に対する新株発行がどのような構造をもち、株主の地位にどのような影響変化を与えるのかを論ずる。

#### 一 新株発行の構造と株主の地位

現行法では、株主以外の者に対し、新株を発行する場合でも、特に有利な発行価額で行なうものでないかぎり、株主総会の決議を必要とせず、取締役会の決議のみでできるものとされており、この点で株主の新株引受権は排除されている。このことについての一般的理解は次のとおりである。

株主の会社に対する割合的地位の保障は新株引受権が排除されたことによりなくなったが、それは新株が時価で発行される場合に限られ、新株が時価未満で発行される場合は、必ず、株主総会の特別決議が要求されているので株主の財産的地位は守られている。また株主の割合的地位が保障されなくなったといっても、自己の持分を維持したい株主は、それにみ合う数量の株を市場で買い足せばいい<sup>58)</sup>のだからこの点もさほど問題にならない。というものである。

しかしこの考え方には次の問題点がある。

第一に、新株が時価で発行されれば、株主の財産的地位は守られているといえるのか。

第二に、持分維持を望む株主がそれに必要な株を容易に手に入れることができるような態勢がつくられているかである。

まず第一の問題を検討するために具体的な事例を示す（図9）。

ある会社は、額面1000円の株式を1万株発行している資本金1000万円の会社だとする。

この会社は年間200万円の収益を挙げており、1株当りの収益は200円で、1株の時価が、2000円になっているとする。

この会社が時価で、つまり2000円で、発行株数が2倍になるような増資を行ったとする。これにより資本金は、3000万円にふえるが調達した資金が収益を上げるようになるまでにはある程度の時間が必要なので当面は初期の資本金が挙げる200万円の収益のみである。しかし発行済株式数は2倍になっているので1株当りの収益は100円にへる。具体的には、それまで1株の株主は、1株が2割の収益を挙げる1000円の資本を持分としていたのに増資後は2割の収益を挙げる資本を500円分しかもっていないことになる。そのかわりに、現在の収益率は0だが、その後の収益率が未知数の資産1000円が新たに持分にふくめられたことになる<sup>59)</sup>。また1株当りの総会における発言力も発行株数が2倍になったことから2分の1に縮小されたことになる。発行済株式数を1.5倍にする増資の例については図10に示しておいた。

この株式についての権利内容は、第三者に対して発行された場合でも、株主に対して発行された場合でも、発行価格が同じ場合にはまったく同一のものである。したがって第三者に対する新株の時価発行と同じ状況は新株を時価で引き受けた株主がその新株を時価で売却することによってもつくり出されうる。さらにいえば、株主が新株を引き受け、これをさらに第三者に売却するという一連の行為を会社側が代行して行なうことによっても第三者に対する新株発行と同様の結果をつくり出しうるものであり、第三者に対する新株発行とは、そのような性質のものではないのか（図11）。

つまり株主は、新株引受権がなくなったことにより、本来なら自己に属し、

自己が処分していた持分を会社（取締役）によって株主の意思にかかわらず処分されてしまうことになる。

もちろん株主は会社が処分した持分を買戻すことにより持分の回収ができるがそれは事後の回収処置であって、財産権処分についてのイニシャティブがうばわれてしまったことにはかわりがない。

さらに図9、10をよく観察すると、新株のうちの収益を挙げていた資金部分と、旧株の新資金部分が常に時価で同額になっていることがわかる。それはあたかも、新株主が、旧株主の収益を挙げていた資金部分（持分）を旧株主から時価で買いとったような観を呈している。そして収益資本部分を売却したことによりえられた資金は、旧株主が会社に対して追加出資しているという形になっており、新株主もこれと同額の出資をさらに会社に対して行なうことにより旧株主と同等の財産出資をして旧株と同等の内容をもつ新株を手に入れることとなる。

これを要約すると第三者に対する新株の時価発行とは、旧株の持分の一部を会社が第三者に時価で売却することによりえた資金を旧株主に返却せず、旧株主から会社へ追加出資があったものとして保留し、旧株の持分の一部を購入することにより旧株と同内容の新株をえることになる新株主に対しても旧株主と同様の追加出資をさらに要求するものであるといえる。

つまり、第三者に対する新株の時価発行は、外観上は、旧株主に対して新たな出資の要求を行なわないものであるが、実質的には、会社が旧株主の持分を第三者に時価で売却し、その代金を会社に対する出資に充当するという形で旧株主が出資したと同様の状況を強制的に実現する手段なのである。

第三者に対する新株発行が時価で行なわれるというのは、その持分売却を時価で行なうことを意味し、時価未満で行なうというのは旧株主の持分売却を時価未満で行なうことになる。したがって株主総会の特別決議が必要とされない第三者に対する新株の公正な価格での発行という場合の公正な価格とは、株主の財産権を保護する立場から厳密に解するなら、新株発行前の時価を意味すると解すべきであり、「新株発行により企図される会社の資金調達目的が達せられる限度で旧株主にとり最も有利な価額」と解すること<sup>60)</sup>は、株主の持分を

時価未満で売却し、株主の財産権を侵害することになるので認められるべきではないことになるだろう。しかし現実には、後者のように解されているので、その結果、株主の財産権の保護よりも会社の資金調達機の機動性を重視していることとなり、この考えによるなら、新株が「公正な価格」で発行されたからといって株主の財産権が守られているということとはできないであろう。ここにおいてすでに株主の財産権の保護という要請は会社の資金調達の機動性という要請に譲歩することになり、株主の財産権はその意味で流動化・相対化しているといえる。

また仮に第三者に対する新株発行は、株主の財産権保護のため新株発行前の時価で行なうべきだと前述の考え方を採用したとしても次の問題がある。

確かに持分の売却が時価で行なわれるならば、旧株主の持分全体の時価は、新株発行前と変わっていないから、旧株主の財産権は守られているといえることができる。しかし、守られているという財産権は、持分全体の時価が変動しないということにすぎない。

前述のように会社は、株主の同意なしに株主の持分を自由に売却して資金調達ができるのである。

我国の商法は授權資本制を採用しており、最初の発行済株数の4倍までは、株主総会の決議を必要とせず、取締役会決議のみで増資ができることとなっているので、このことと株主に新株引受権がないことつまり、第三者に対する新株発行も、特に有利な発行価額で行なわれるのでないかぎり、株主総会の特別決議を必要とせず、取締役会決議のみで行なわれうることとの組み合わせの結果、取締役会は、株主の同意をえずに、その持分の4分の3まで自由に第三者に売却し、資金を調達できることになっている（授權資本制と新株引受権の排除は互いに関連したものといえるのではないか。つまり、資金の調達はいつ行なってもいいが、株主は出資の義務を負わない。第三者に対して新株を発行して資金を調達してくれというものである）。

これが我国の株式会社法構造内で株主がおかれている状況であるが、以上のことから、株主の地位は財産権的にいっても相当相対化されてきているといえるであろう。

現行法上、取締役と会社（株主）との関係は委任関係とされており（商 254 条 3 項）それは主に会社の業務執行、経営についてのことと考えられるが、前述のことにより、株主の持分の処分も 4 分の 3 までは、取締役会に対し構造的に委任されていることになる。しかも、第三者に新株を発行することにより、新たな株式、株主が創造されることになり、経営の受任者である取締役らが、新たな委任者を造り出しうることになる。この受任者が委任者を創造するといういわば自己増殖の範囲は、授權資本制の枠内（4 倍以内）に限定されてはいるが、このような事態が生じることとなった以上、社員権論、株式論を含めた株式会社構造について、再検討が必要ではないか。

なお、旧株主の持分が売却されるという右の議論は、旧株主が、売却された持分を市場で買戻すことが容易にできる場合には、實際上、それほど問題は生じない。なぜなら持分の維持を欲する者、或いは新株の引受を欲する者は、発行会社から直接新株を引き受けなくとも、市場で新旧株を取得することにより同様の結果をもたらすことができるからである。ただ、新株引受権がある場合は、株主は払込さえすれば自動的に新株を引受けられるのに対して、新株引受権がない場合は、自ら行動を起こし、市場で買わなければならないという違いがあるだけである（しかしこの違いが理論上は重要なこと前述のとおりである）。

そこで第二の問題「持分維持を望む株主はそれに必要な株を容易に手に入れることができるような態勢が存在するのか」の検討が必要となる。

このような株主の要求を最も満たす手段は持分比例式の株主優先公募であるが一般の公募でも、親引けが行なわれていない場合は、旧株主が市場で新株を取得するのは容易であろうから問題はない。

これに対し、公募でも親引けが行なわれたり、第三者割当の場合は、新株は特定の者により、保有されるため持分維持を欲する株主が新株を取得しようにも取得できないことになる。もっとも旧株も新株と権利内容にはかわりがないから、旧株を取得することによっても同様の目的を達成することはできるが、新株が市場に出回っていない場合は旧株の需給関係が緊迫し、旧株の取得が容易でなかったり、或いはそれが原因で株価が高騰することもおこりうる。

したがって新株引受権排除の根拠として持分維持を望む株主は市場で買えばよいということをあげるなら、親引けがある場合や、第三者割当の場合は、株主総会の特別決議を要求すべきであろう。

もっとも、持分維持を望む株主は極めて少なく、市場で持分維持のため株が購入されることは極めてまれであるような事態が現に起こっているとするなら、上のような考慮は必要なくなり、第三者に対する新株発行を時価で行なうことにより株主の財産権を保護するだけで十分ということになるだろう。

しかしその場合は、法制度そのものが株主の持分保障を否定したものとなるため、やはり、株式会社構造に重大な変化を与えずにはおかないだろう。

なお現行法上は、株主は新株引受権をもたないのが原則とされ、これとは別の定めをするには、原始定款にその旨を定めておくか、定款変更により定めるかしなくてはならない。いずれにせよ、特別決議以上の要件が満たされてなければ株主は新株引受権をもちえないことになっている。しかし株主の財産権及び持分保護の観点からは、立法論として、新株引受権附与についての定款変更は普通決議でできるとすることも考えられうるのではないか。

もっとも株主に新株引受権を付与した場合には、新株発行の手続きが複雑化し、会社の資金調達の機動性が奪われ、会社にとっても株主にとっても不利益だと考えるなら、新株引受権の付与に特別決議や、創立総会決議を要求するのにも合理性があることになる。

ただしその場合は、株主の持分保護よりも会社の資金調達の機動性が重視されていることになるので、再び、株主の地位の流動化・相対化の問題の検討をせまられることになる。

以上をまとめると現行法上の株主の地位は新株引受権の排除と、授權資本制の下で、流動化・相対化され、固有の持分権というものがなくなりつつあるのに対し、取締役には、授權資本の枠内ではあるが、自らに経営を委任している株主らの持分を持分権者の同意を必要とすることなく売却できることまでが構造的に委任されており、取締役らは、自らに対する委任者である株主構造を、本人である株主の同意をえることなく変更し、或いは委任者である株主を新たに創造することまでが許されていることになる。



## 二 転換社債・新株引受権附社債発行の構造と株主の地位

第1章、第2章で転換社債と新株引受権附社債が、オプションと社債の混合物であることを明らかにしたが、そのことから両証券の発行は、すなわちオプションの発行であるといえる。そこでここでは第三者に対するオプションの発行により株主の地位はどう変化するかを論ずることにする。

前述のようにオプションも社債と結合している限りにおいては、新株発行と同視できるとする潜在論には妥当性がないことが明らかになったので、転換社債や新株引受権附社債の発行により、オプションの特性がそのまま株主の地位に影響を与えることになる。

オプションの特性は、将来の株価をかけることにあり、その本質はギャンブルである。そして、そのかけは新株の発行価額を媒介としているため、かけの勝敗は直ちに株主の財産的地位の希薄化に影響を与えることになる。

つまりオプションとは、株主の財産的地位をかけるの道具にする制度なのである。そこでは、持分の時価による売却さえ保障されていない。ただ、転換権・引受権の条件内容が公正であることが要求されているにすぎない。

会社がかけに敗けた場合、つまり株価が会社の予想以上に上昇した場合は、株主総会の特別決議をえていない新株の時価割れ発行が合法的に行なわれることになり取締役らは、これらについて、経営上の責任はともかく、法的責任は善管注意義務や忠実義務を除いて負わないのである。

したがってここでは、株主の地位は、第三者に対する新株発行の場合以上に流動化・相対化されていることになる。

他方取締役らは、運用を任された株主の出資金、持分を条件が公正な限りにおいて、株主の同意をえることなく、かけの手段として用いて資金を調達しうることとなる。したがって右の株主の地位の流動化・相対化と反比例する形で取締役の権能が量的のみならず質的にも強化されているといえることができる。

もっとも、かけの手段が、自社の株であり他社の株でないところがこのかけの特徴である。つまり発行会社となんら関係のない会社の株がかけの手段であるならば、発行会社はその株価の変動を予測し、またその変動に影響を与えるのは困難であるが、自社の株なら内部情報などにより株価の予測はある程度可

能であろうし、またさまざまな手段により株価を操作することもある程度可能であろう。

さらに転換社債や非分離型の新株引受権附社債の場合、社債を償還することにより、オプションをいつでも回収できるし、分離型の場合でも、償還条項がつけられていれば、オプションの回収が可能である。

したがって発行会社は、投資家に対してかなり有利な立場でかけをしているのであり、実質的には株主の地位は、ギャンブルという言葉が与えるほどの危険にさらされているわけではないが、理論的には、株主の地位がかけの手段として利用されていることにはかわりがないのである。

以上を要約すると、転換社債・新株引受権附社債の時価発行により、旧株主の持分は、株主の同意をえずに売却されるが、その売却は通常の新株発行の場合とは異なり、時価では行なわれず、その売却価格がかけの手段として利用されることになる。

転換社債・新株引受権附社債の発行により株主の地位は、そこまで相対化・流動化されるのであり、他方取締役会の権限はそこまで強化されていることになる。それゆえこのような認識に基づき、社員権論や株式論、株式会社構造論が再検討されなければならないのではないか。

---

58) 河本一郎・現代会社法（新訂第5版）232頁。

59) 増資額が大きければ大きいほど、1株当りの新たな資金、つまりその後の収益率未知数の資金が占める割合が大きくなるので新株発行後の株価の変動が激しくなる。

60) 大森＝矢沢編・注釈会社法(5)新株の発行 52頁（大森）、河本・前掲書 234頁、東京高判昭46.1.28判時622号103頁。

図1 行使・不行使による投資家の損得（時価割れ発行の度合）

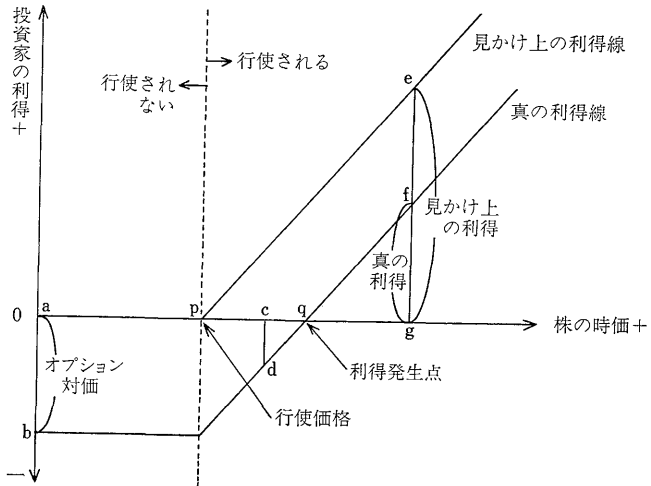
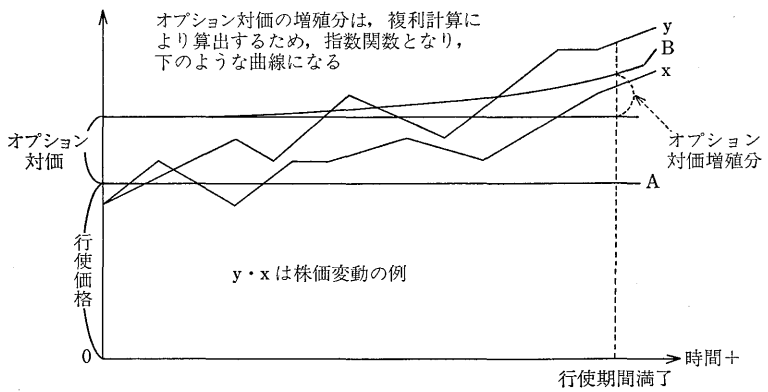


図2



**計算法 1** 普通社債の利回り計算法 (無利子還元)

普通社債の額面 =  $M$

普通社債の時価 (または発行価格) =  $N$

普通社債の償還額 =  $P$

満期までの残存期間 =  $t$

普通社債の利率 =  $a\%$

普通社債の利回り =  $i\%$  とする。

社債全体としての利回り  $i$  は

$$\frac{i}{100} = \frac{\frac{a}{100}M + \frac{P-N}{t}}{N}$$

$$i = \frac{\frac{a}{100}M + \frac{P-N}{t}}{N} \times 100 \quad \text{となる。}$$

普通社債の利回り計算法 (複利還元)

割増償還分を複利で年利額に還元した額を  $H$  とすると

$$H \times \sum_{k=1}^t \left(1 + \frac{i}{100}\right)^{k-1} = P - N \quad \text{となり}$$

$$H = \frac{P - N}{\sum_{k=1}^t \left(1 + \frac{i}{100}\right)^{k-1}} \quad \text{となる。}$$

$\sum_{k=1}^t \left(1 + \frac{i}{100}\right)^{k-1}$  は等比数列だから、等比数列  $ar^{n-1}$  のはじめの  $n$  項の和  $S_n$

の公式

$$S_n = \frac{a(1-r^n)}{1-r} \quad \text{をあてはめると}$$

$$H = \frac{P-N}{\frac{1-(1+\frac{i}{100})^t}{1-(1+\frac{i}{100})}} = \frac{P-N}{\frac{1-(1+\frac{i}{100})^t}{-\frac{i}{100}}} = \frac{i}{100} \times \frac{P-N}{[(1+\frac{i}{100})^t - 1]}$$

社債全体としての利回り  $i$  は

転換社債・新株引受権付社債の構造と株主の地位

$$\frac{i}{100} = \frac{\frac{a}{100}M + H}{N}$$

これに先のHを代入し、 $i$ について解けば複利還元した場合の利回り $i$ が求められる。

**計算法2** 転換社債・新株引受権付社債の社債部分の発行価格（時価）の計算法

普通社債の利回り $= i\%$

転換社債・新株引受権付社債の利率 $= a\%$

額面 $= M$

社債の期間 $= X$

社債部分の発行価格（時価） $= Y$

社債の償還額 $= Z$  とする。

割増償還金額を年利額に複利で還元した額をHとすると、計算法1により

$$H = \frac{i}{100} \times \frac{Z - Y}{\left[ \left(1 + \frac{i}{100}\right)^X - 1 \right]} \quad \text{となる。}$$

転換社債・新株引受権付社債がYで発行されるなら、その利回りは普通社債と同じになるのだから

$$\frac{i}{100} = \frac{\frac{a}{100}M + H}{Y}$$

これに先のHを代入し、Yについて解くと

$$Y = \left( Z - \frac{a}{i}M \right) \frac{1}{\left(1 + \frac{i}{100}\right)^X} + \frac{a}{i}M \quad \text{となる。}$$

普通、償還額は額面と同額だから、 $Z = M$ とすると

$$Y = M \left[ \left(1 - \frac{a}{i}\right) \frac{1}{\left(1 + \frac{i}{100}\right)^X} + \frac{a}{i} \right]$$

となる。これを図にしたのが図3である。

### 計算法 3

なお、毎回受ける利子額と満期での償還額とを社債発行当初まで、普通社債の利回りで複利還元しても同じ結果となる（山本嘉彦「新株引受権付社債の会計処理」企業会計37巻3号41頁）。

$$Y = \underbrace{\frac{a}{100} M \times \sum_{k=1}^X \frac{1}{\left(1 + \frac{i}{100}\right)^k}}_{\substack{\uparrow \\ \text{毎期の利子額をそれぞれ} \\ \text{複利で社債発行時まで還元}}} + \underbrace{Z \frac{1}{\left(1 + \frac{i}{100}\right)^X}}_{\substack{\uparrow \\ \text{償還額を社債発行時まで} \\ \text{複利還元}}}$$

計算法 1 での等比数列の公式を代入して整理すると

$$Y = \left( Z - \frac{a}{i} M \right) \frac{1}{\left(1 + \frac{i}{100}\right)^X} + \frac{a}{i} M \quad \text{となり、計算法 2 と同じ結果となる。}$$

図 3

転換社債・新株引受権付社債の利率が一定の場合の、社債の期間と転換社債・新株引受権付社債の社債部分の発行価格（時価）との相関図

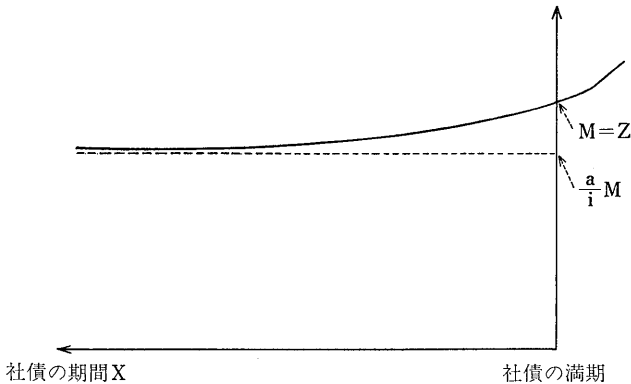


図 4

転換社債・新株引受権付社債が額面で発行される場合のオプション対価は額面－社債部分の時価だから

$$M - Y = M - M(1 - \frac{a}{i}) \frac{1}{(1 + \frac{i}{100})^X} - \frac{a}{i} M$$

オプション対価を  $\beta$  とし、式を整理すると

$$\beta = M(1 - \frac{a}{i}) \left[ 1 - \frac{1}{(1 + \frac{i}{100})^X} \right] \quad \text{となる。}$$

転換社債・新株引受権付社債の利率が一定の場合のオプション対価  $\beta$  と社債期間  $X$  との相関図は次のようになる。

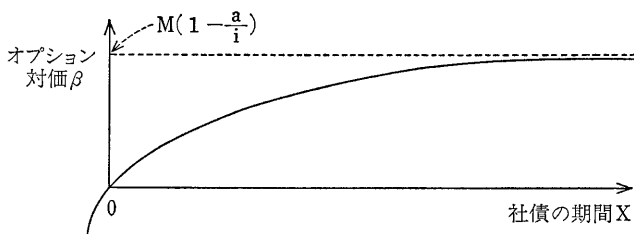


図 5

転換社債・新株引受権付社債の期間が一定の場合のオプション対価  $\beta$  と社債の利率  $a$  との相関式と図は次のようになる。

$$\beta = -\frac{M}{i} \left[ 1 - \frac{1}{(1 + \frac{i}{100})^X} \right] a + M \left[ 1 - \frac{1}{(1 + \frac{i}{100})^X} \right]$$

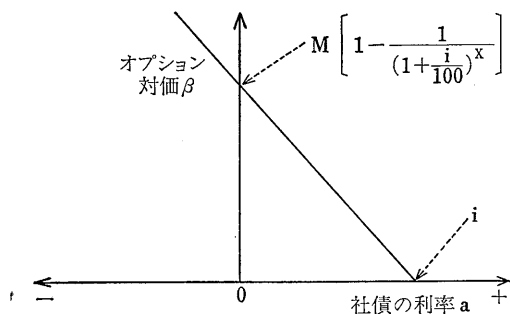


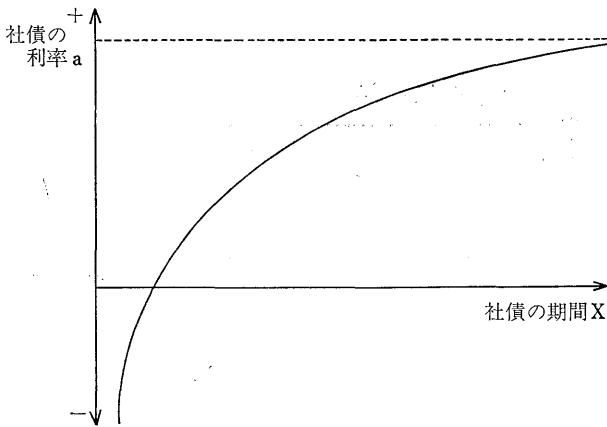
図 6

オプション対価  $\beta$  が一定の場合の転換社債・新株引受権付社債の利率  $a$  と社債の期間  $X$  との相関式と図は次のようになる。

先の  $\beta$  についての式を変形すると

$$a = -\frac{\beta i}{M} \times \frac{1}{\left(1 + \frac{i}{100}\right)^X - 1} + i \left(1 - \frac{\beta}{M}\right)$$

$X = 0$   $a = i \left(1 - \frac{\beta}{M}\right)$  を漸近線とする曲線になる。



#### 計算法 4

オプション対価を、普通社債との比較で每期節約される利子額を社債発行時まで複利で還元することにより算出する方法 ( $M = Z$  と仮定する)

$$\beta = M \times \frac{i - a}{100} \times \sum_{k=1}^X \frac{1}{\left(1 + \frac{i}{100}\right)^k}$$

↑  
每期節約される利子額

↑  
複利還元



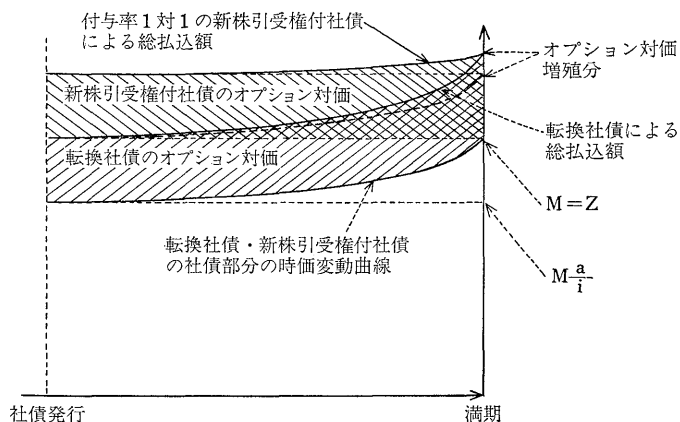
## 転換社債・新株引受権付社債の構造と株主の地位

計算法 1 での等比数列の公式を代入して整理すると

$$\beta = M \left( 1 - \frac{a}{i} \right) \left[ 1 - \frac{1}{\left( 1 + \frac{i}{100} \right)^x} \right]$$

となり、図 4 での計算と同じ結果となる。

図 7



## 計算法 5

新株引受権付社債の発行価格 = a

その中の新株引受権部分の発行価格 = b

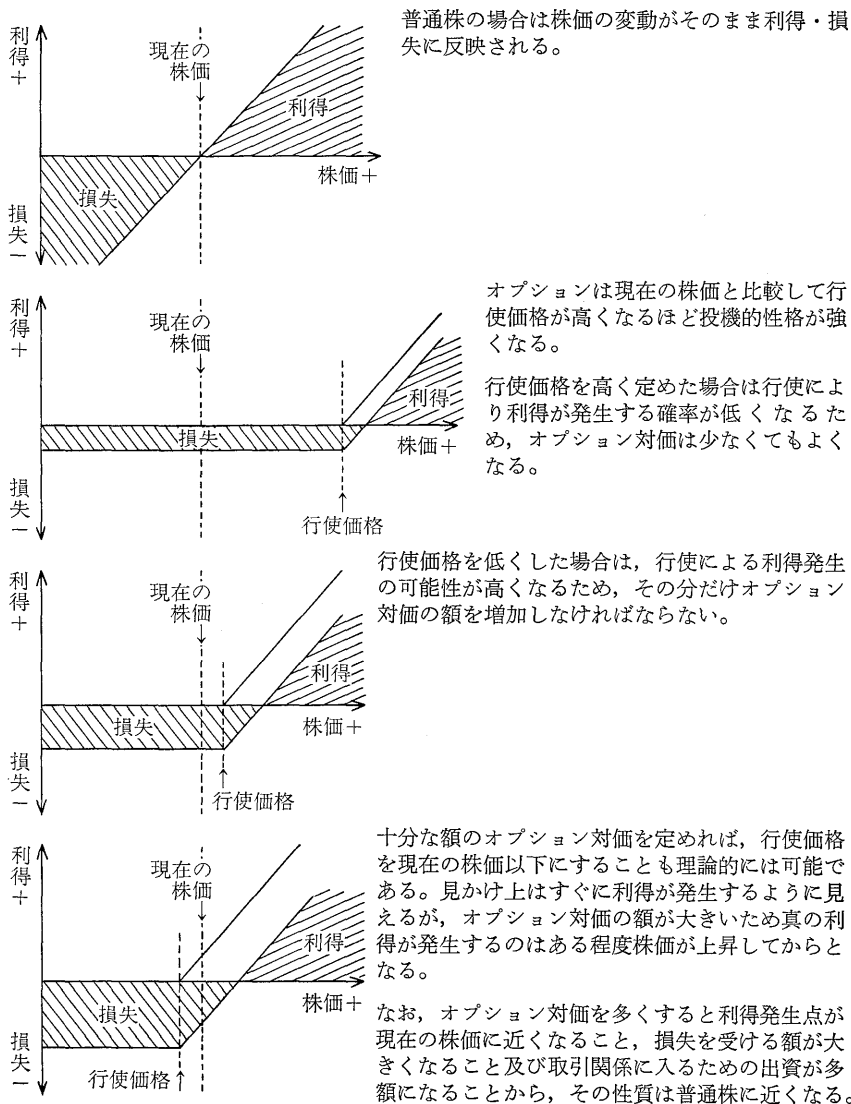
その中の社債部分の発行価格 = c

新株引受権の時価 = d

社債のみの時価 = e

$$b = a \times \frac{d}{d + e} \quad c = a \times \frac{e}{d + e}$$

図8 オプションの特徴(普通株との比較及び様々な条件の定め方による違い)



## 計算法6 マーケットプライス方式

$$\text{調整後行使価格} = \text{調整前行使価格} \times \frac{\text{既発行株式数} + \frac{\text{新発行株式数} \times 1 \text{株当たりの払込金}}{\text{新株発行前の株価}}}{\text{既発行株式数} + \text{新発行株式数}}$$

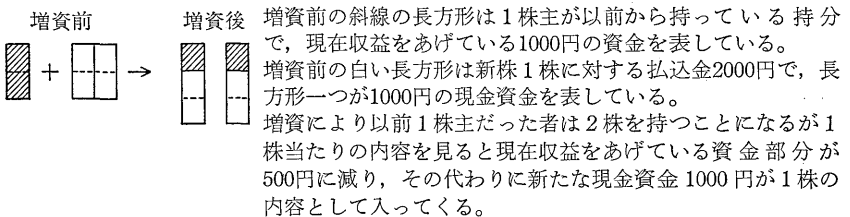
この式を変形すると

$$\text{調整後行使価格} = \text{調整前行使価格} \times \frac{\text{既発行株式数} \times \text{新株発行前の株価} + \text{新発行株式数} \times 1 \text{株当たりの払込金}}{(\text{既発行株式数} + \text{新発行株式数}) \times \text{新株発行前の株価}}$$

## 図9 発行株式数を2倍にする増資

	新株発行前の状態	新株発行後の状態
資本金	1000万円	3000万円
発行済株式数	1万株	2万株
1株の額面額	1000円	1000円
年間収益	200万円	200万円
1株当たりの収益	200円	100円
1株の時価	2000円	?円
1株当たりの資産	1000円	1500円

株主に1株に1株の割合で新株を時価で割り当てた場合



株主に発行せずに第三者に新株を割り当てた場合

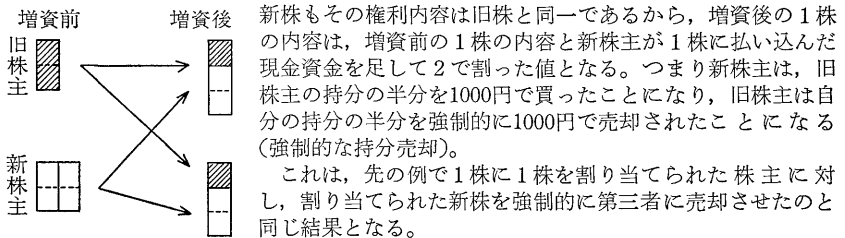
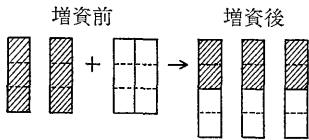


図10 発行株式数を1.5倍にする増資

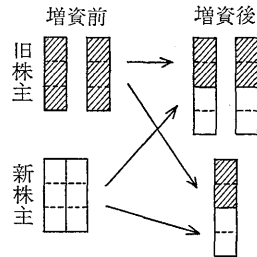
	新株発行前の状態	新株発行後の状態
資本金	1000万円	2000万円
発行済株式数	1万株	1.5万株
1株の額面額	1000円	1000円
年間収益	200万円	200万円
1株当たりの収益	200円	133.3…円
1株の時価	2000円	?円
1株当たりの資産	1000円	1333.3…円

株主に2株に1株の割合で新株を時価で割り当てた場合



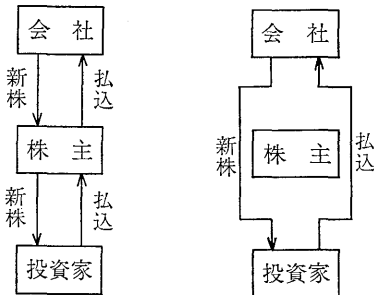
増資前の斜線の長方形は株主が以前から持っている持分で、一つの長方形が現在収益をあげている1000円の資金を表している。増資前の白い長方形は新株1株に対する払込金2000円で、長方形一つが1000円の現金資金を表している。増資により以前2株主だった者は3株を持つことになるが、1株当たりの内容を見ると現在収益をあげている資金部分が666円に減り、その代わりに新たな現金資金666円が1株の内容として入ってくる。

株主に発行せずに第三者に新株を割り当てた場合



新株もその権利内容は旧株と同一であるから、増資後の1株の内容は、増資前の2株の内容と新株主が1株に払い込んだ現金資金を足して3で割った値となる。つまり新株主は、二人の旧株主からそれぞれ持分の3分の1を666円で買ったことになり、旧株主は自分の持分の3分の1を666円で強制的に売却されたことになる（強制的な持分売却）。これは、先の例で2株に1株を割り当てられた株主に対し、割り当てられた新株を強制的に第三者に売却させたのと同じ結果となる。

図11



〔追記〕 本論文は1986年1月に新潟大学に提出した修士論文である。7年以上も前に執筆した論文であり、今一度読み返してみると赤面する部分が多々あるが、転換社債・新株引受権付社債に関する立法は現在も当時のままであるし、学説にも大きな変化があったようには見受けられないので、このような論文でもそのまま掲載していただくことにそれなりの価値があるように思う。

本論文執筆後も、転換社債や新株引受権付社債の発行額は更に急増し、これらのエクイティー・ファイナンスによる企業の過剰な資金調達<sup>が</sup>、いわゆるバブル発生の原因の一つとなったとされている（宮崎義一・複合不況 152 頁以下（1992年））。企業の資金調達に転換社債や新株引受権付社債が利用されたのは、これらの証券によれば極めて低利で資金が調達できるからであるが、それは現行法が潜在論に基づきオプション対価について何らの会計処理も行わないためである。本文中で明らかにしたように、オプション対価を資本金等として処理しない場合は、オプション対価は結果的には収益として処理されるため、企業は転換社債や新株引受権付社債を発行しさえすればオプション対価分の収益を何の努力もすることなく挙げることができるのである。現行法の立場を通常の新株発行の場合にたとえるなら、新株に対する払込金の一部を資本金等として処理せずに収益として処理することに相当する。現行法のままでは、会計帳簿は企業の財務状態を正確に反映しないばかりか、将来株価が上昇し始めたならまたバブルを発生させる原因ともなりかねない。早急に法改正を行う必要があるように思われる。

転換社債・新株引受権付社債に関し、本論文執筆後に公表された注目すべき論文としては、転換社債・新株引受権付社債の希薄化防止条項に焦点をあてた江頭憲治郎教授の「転換社債・新株引受権付社債と希薄化防止条項」法曹時報38巻11号1～44頁（1986年）、小林量助教授の「分離型の新株引受権付社債の発行規制について」法政研究（九州大学）54巻2～4号合併号345～385頁（1988年）、川北英隆氏の「転換社債発行条件の適正化」商事法務1148号18～22頁（1988年）、山下友信教授の「特別講義商法 新株引受権付社債」法学教室 147 号58～65頁（1992年）等がある。

なお、本文中94頁で述べた証取法 189 条についての立法論の前半部分は、昭和63年の証取法改正で実現された。