

募集株式及び募集新株予約権の有利発行

服 部 育 生

- I 序 論
- II 募集株式の有利発行
- III 募集新株予約権の有利発行
- IV 結 語

I 序 論

1 公開会社が行う新株発行において、募集事項は取締役会により決定されるが、払込金額が（株主以外の）募集株式を引受ける者に特に有利な金額である場合には、株主総会の特別決議が必要とされる（会社199条2項3項・201条1項・309条2項5号）。

既存株主の経済的利益を保護する観点からは、新株主に既存株主と同様の資本的寄与を求めることになる。「特に有利な金額」とは、払込金額を決定する際における旧株式の時価（上場株式ならば市場価格）に比して特に低い価額をいう。⁽¹⁾ 第三者割当ての方法で新株の有利発行が行われると、既存株主から新株主への利益移転が生じ、既存株主は損失を被る。

2 株式の大量買占め又は投機的取引により株価が急激かつ一時的に高騰しているような場合には、当該価格高騰部分は、株式の客観的価値を反映していないことから、「公正な価額」の算定基礎から排除される。もっ

とも、そのような取扱いには、株式が異常な程度にまで投機の対象とされ、株価が企業の客観的価値よりはるかに高騰し、それが一時的現象に止まるような場合に限られるといった厳格な要件の設定されることが多い。⁽²⁾

短期的で急激な株価高騰であっても、それが買収により企業価値が増大するという株式市場の合理的期待を反映したものである限り、高騰した株価を基準に払込金額を決定すべきであるとか、さらに、原則的には直前株価が公正価格の基準となり、例外的に時価基準によらなくてもよい純粋な投機取引による株価高騰のケースであっても、会社側に払込金額の合理的理由について証明・疎明の負担を課し、場合によっては反証を許さない取扱い⁽³⁾（直前株価）が妥当であると主張されることさえある。⁽⁴⁾

3 経営悪化で苦境にある A 社を救済するために、B 社が A 社の第三者割当増資を引受けるケースを想定しよう。もともと A 社の株価は700円台を推移していたが、財務状態の悪化につれ株価は120円に下落した。しかし B 社、C 社又は D 社による救済的企業提携が模索されているとの情報から、A 社株式への思惑買いが集中し、A 社の株価は630円まで急騰した。この時点で A 社は業務提携のために B 社による資本参加を要請し、第三者割当増資（B 社の払込金額は180円）を実施した。

新株発行決議直前の株価を基準とする限り、払込金額180円は「特に有利な金額」になる。企業提携の噂から投機的思惑により形成された価格高騰分を控除すれば、180円が公正な価額といえる可能性がある。B 社が A 社を救済するための第三者割当増資であるから、B 社は払込金額180円のほかに見えない形で隠れた現物出資450円をしている。財務の悪化した A 社が B 社に出資を要請しても、B 社は払込金額600円では到底 A 社株式を引受けない。仮に払込金額180円を有利発行と見るにせよ、B 社による資本参加がなければ、A 社には倒産するリスクがあるのだから、払込金額180円による新株発行は A 社の既存株主にとっても利益になる。

4 新株予約権の有利発行に関する判断の枠組みは、次の通りである。オプション評価理論により算出される新株予約権の発行時点における公正

な価額と払込金額とを比較して、後者が前者よりも特に低い場合には、有利発行に該当する（会社238条3項2号）。

新株予約権の払込金額が無償とされていても、そのことが当該引受人に特に有利な条件である（会社238条3項1号）と言えない場合には、有利発行でない。転換社債型新株予約権付社債において新株予約権の払込金額が無償とされている場合、発行会社が普通社債を発行する際に必要とされる利率 α と当該新株予約権付社債の利率 β との差に相当する経済的価値をもって、新株予約権部分の実質的対価と見ることができる。⁽⁵⁾ 会社が使用人に対してインセンティブ報酬として発行する新株予約権の払込金額が無償とされている場合、使用人の職務を実質的対価として新株予約権が発行されることになる。

本稿は、募集株式及び募集新株予約権につき、どのような払込金額を定めると有利発行になるのかを検討しようとするものである。

- (1) 西岡清一郎／大門匡（編）『商事関係訴訟（改訂版）』（2015）260頁。
- (2) 行澤一人「募集株式の有利発行と市場価格」法学教室374号123頁。
- (3) 田中亘「判批」『会社法判例百選（第3版）』（2016）48頁。
- (4) 洲崎博史「判批」判評374号（判時1337号）38頁。
- (5) 武井一浩／山中政人／今泉勇「第三者割当の有利発行適法性意見制度と実務対応〔Ⅱ〕」商事法務1873号117頁。

Ⅱ 募集株式の有利発行

1 払込金額を決定する直前における株式の価値（上場株式のケースでは市場株価）を基準にした適正な額（払込期日までに株価が下落するリスクがあり、募集株式の消化可能性を考慮に入れて、株価から3%～10%程度の割引が認められる）を特に下回る払込金額が定められた場合に、有利発行に該当する。

上場A社（アイワ）は、Y社（ソニー）に対して、第三者割当増資で

1200万株の新株を割当てた。取締役会決議前日（1969年1月9日）のA株の終値は145円であったが、払込金額は70円とされた。A社の株主Xは、旧商法280条の11（会社212条1項1号）に基づき、公正な価額137円75銭（145円から5%割引いた額）との差額合計8億円余のうち2000万円の支払をY社に求め提訴した。

東京地判昭和47年4月27日判例時報679号70頁は、AY間の交渉により決定された発行価額70円は、Y社その他有力企業との業務提携の噂の取沙汰に基づく投機的思惑からの大量の買注文の影響を受けない時期（1967年7月から1968年6月）のA社平均株価71円及びA社の客観的企業価値からする株価にほぼ一致しており、不公正な発行価額とはいえないと判示し、Xの請求を棄却した。

東京高判昭和48年7月27日判例時報715号100頁も、A社の株価145円のうち投機的思惑によって異常に高騰したと認められる部分は、発行価額の決定に当たり考慮されてはならず、本件発行価額70円は公正かつ適正な発行価額であると認められると判示し、Xの控訴を棄却した。

第三者割当増資の新株払込金額が発行決議時の市場価格より低くても、その差額分は企業提携利益により埋め合わされるから、かかる資本的寄与は実質的な現物出資として把握される。⁽⁶⁾企業提携によるシナジーを既存株主と株式引受人との間でどう配分するのが公正かという観点から見ると、本件では急騰前の市場価格70円を払込金額とすることが公正であるとも指摘される。⁽⁷⁾決議時から発行時まで、さらにその後もA社の株価は上昇している以上、既存株主に損失は全く生じていない。⁽⁸⁾

2 株式の大量買占めにより株価が一時的に高騰している場合には、高騰した株価ではなく、高騰前の一定期間の平均株価をもって公正な払込金額としてよい。

上場Y社（タクマ）の取締役会は、680円の払込金額で新株1600万株を金融機関15社に割当発行することを決定した（1987年11月9日）。決議前日のY株の終値は1520円であり、ディスカウント率は55%に達している。

Y社の株主X（コスモポリタン、持株比率32%）は、新株発行差止めの仮処分を申請した。

大阪地決昭和62年11月18日判例時報1290号144頁は、XがY社の株式を大量に買占めたことにより株価が高騰していると認定し、払込金額680円は有利発行に該当しないとして、差止仮処分申請を却下した。⁽⁹⁾直前株価1520円は株式価値の実体を反映していないから、公正な払込金額を決定するうえで基準たりえないと考えられた。

Xが大量のY株式について最初に名義書換請求したのは、1987年3月20日であった。Y社は株式買占めの影響を受ける前の株価を基準とすべきであると考え、1986年9月21日から1987年3月20日までの6か月間の平均株価（終値）584円48銭を算出した。次に上記6か月間の日経株価平均値と新株発行決議直前1週間の日経株価平均値とを比較して、上昇率1.2227を割り出す。584円48銭に1.2227を乗じることにより、決議直前におけるY株式のあるべき株価を714円64銭と算出し、そこから約5%のディスカウトを行い、払込金額680円が決定された。なお高騰前の株価は400円から500円前後であった。

直前株価を払込金額の算定基礎から排除することに消極的な立場の学説からは、本決定に対して、株価高騰の短期性（一時性）につきY社側の主張・立証が不十分であるので、疑わしきは既存株主に有利に取扱うとの観点から、高騰した株価を公正な払込金額算定の基礎とすべきであるとか、株式買占めに伴い株価が著しく高騰しても、経営権の争奪と関連してなされたケースでは、高騰した株価を基準として払込金額の公正性を判断すべきであると批判が寄せられる。⁽¹⁰⁾

会社の生み出すキャッシュ・フローの向上によって株式利益が向上し、それにより「採算に合う」と取得者が見込んで株式を高い価格で取得しているのであれば、高騰した市場価格は株式価値の実体を反映しているはずである。このような考え方からすれば、有利発行の判断の基礎から高騰した市場株価を排除すべきではないと説かれる。⁽¹¹⁾会社による高値肩代わりや

市場での売抜けを狙った投機的な買付けなど、取得者が違法な私的利益の獲得を企画し、その株式取得により株価が高騰している場合（転売期待のみによる株価高騰も含む）に限り、高騰した市場株価の排除が許容されることとなる⁽¹²⁾。しかし株式利益の向上や違法ではない私的利益の獲得を企画した株式取得に伴い株価が高騰するケースであっても、市場株価が企業価値を反映しているわけではなく、それどころか企業価値が増大するという合理的期待を反映しているわけでもない。私見は本決定を妥当と考える。

3 その後 X は、新株を引受けた金融機関15社に対し、払込金額と公正価額との差額支払を求め（旧商280条の11、会社212条1項1号）、株主代表訴訟を提起した⁽¹³⁾。大阪地判平成2年5月2日金融商事849号9頁は、直前株価基準に従わず、本件発行価額について、著しく不公正な発行価額とまでは言えないと判断し、X の請求を棄却した。もっとも、本判決は直前株価原則に対する例外的取扱い（高騰株価の排除）に厳格な絞りをかけている。すなわち不当目的の大量買占めのため、極めて異常な程度にまで投機の対象とされ、市場株価が企業の客観的価値よりはるかに高騰し、かつそれが不当な買占めの影響を受ける期間の（一時的）現象に止まるような、極めて例外的な場合に限り、直前株価を公正価額算定の基礎から排除することが許されるという。①通常の投機は異常行動でなく、市場株価形成の一要素であり、また②株価高騰が長期にわたるトレンドであるならば、直前株価を排除できないことが、間接的に示唆されている。

4 X 社（秀和）は、Y₁社（忠実屋）及び Y₂社（いなげ屋）の株式を大量に買い集め、両社の筆頭株主となった。1989年7月当時、Y₁社における X 社の持株比率は33.3%、Y₂社におけるそれは21.4%であった。Y₁社及び Y₂社は業務提携契約を締結したうえで、相互に第三者割当増資を行うことにした。Y₁社は新株を1株1120円で発行しその全部を Y₂社に割当て、Y₂社は新株を1株1580円で発行しその全部を Y₁社に割当てる。新株発行決議直前の株価は、Y₁株5050円、Y₂株4150円であった。新株発行が実行されると、X 社の持株比率は Y₁社につき26.8%、Y₂社につき17.2%へそれ

ぞれ低下する。

X社がY₁社及びY₂社の新株発行につき、手続の法令違反及び不公正発行を主張し差止めの仮処分を申し立てた。東京地決平成元年7月25日判例時報1317号28頁（Y₁社、①事件）、同32頁（Y₂社、②事件）は、有利発行に該当するにもかかわらず株主総会特別決議を経していない（法令違反）ほか、特定株主の持株比率の著しい低下を認識しつつ新株発行がされ、それを正当化させる合理的理由が存在しないとして、Xの申立を認容した。

本決定における有利性判断の基準は次の通りである。株式が市場で投機の対象となり、株価が著しく高騰した場合にも、市場株価を基礎とし、それを修正して公正な発行価額を算定しなければならない。市場株価を公正な発行価額の算定基礎から排除することができるのは、（1）株式が市場で極めて異常な程度にまで投機の対象とされ、（2）市場価格が企業の客観的価値よりはるかに高騰し、かつ（3）それが市場における一時的現象に止まる場合に限られるという。通常の投機による通常の高騰ケースであるとか、通常を超えて高騰であっても、それが相当期間長期にわたり継続するケースでは、高騰した市場価格を排除できないことになる。

X社は1987年10月からY₁社株式を大量取得し始め、1988年2月からY₂社株式を大量取得し始めた。仮処分申請時（1989年7月）まで、Y₁社株価が1988年2月以降に3000円を、同年7月以降に4000円を、同年10月以降に4600円をそれぞれ下まわったことはなく、またY₂社株価が1988年7月以降に3000円を、同年11月以降に3650円をそれぞれ下まわったことはない。

上記株価は企業の客観的価値をかなり上まわっていると推測されるが、株価の高い状態が1年以上も続いた以上、払込金額1120円（Y₁社）及び同1580円（Y₂社）が有利発行と判断されたことはやむをえない。

学説の多くは、本件を当然の仮処分決定であるとしている⁽¹⁴⁾。また本決定が株価高騰期間の長期性を重視していることに対して、敵対的な株式買収に直面した経営者が早いタイミングで（高騰が継続していない段階で）新株発行決議を行うことで、訴訟を有利に運ぼうとする誘因を持ってしまうと

批判されることもある。⁽¹⁵⁾

市場株価が企業の客観的価値を反映して形成されるケースは、実際には少ない。払込金額の決定に際して直前株価を重視する学説の傾向には疑問を感じる。X 社による株式買い集め開始以前 1 年間における株価を見ると、Y₁社の場合には766円～1150円であり、Y₂社の場合には820円～1530円である。株価バブルの初期であるから、X 社による株式買い集めがなくても、新株発行決議時（1989年7月10日）における Y₁社及び Y₂社の株価はかなり高騰していた可能性は認められるが、当時の他の中堅スーパーの株価を見ると、Y₁社及び Y₂社ほどの目立った急騰は見られず、株価高騰が1年続いたことは障害になるが、Y₁社の発行価額1120円、Y₂社の発行価額1580円を正当化する余地が全くないというわけではない。

旧時の下級審裁判例にあつては、支配権維持目的が推測されそうなケースでも、会社に資金調達の実必要性が現実に存在したことを認定して、不公正発行に該当しないと結論づけられることが多かった。本決定は、主要目的の運用に変化をもたらした。すなわち新株発行の主要な目的が現経営者の支配権維持にあるとは言えない場合であっても、当該新株発行により特定の株主の持株比率が著しく低下することを認識しつつ新株発行がされた場合は、それを正当化させる合理的理由がない限り、不公正発行に該当する。

5 市場株価が企業価値を反映するケースは少ないと考えられるが、一般的には、投機により急激かつ短期的に高騰した株価は企業価値を反映していないと説かれることが多い。

X 社（高橋産業）が Y 社（宮入バルブ）の発行済株式総数の47%を買い占めたところ、Y 社取締役会（1989年8月21日）は、新株250万株を払込金額851円で発行し（直前株価1480円）、これを関連会社、金融機関、取引先に割当ててことを決定した。

これ以前から X 社は Y 社株式を買い集めており、1988年9月末には X 社の持株比率が50%を超えたこともある。Y 社取締役会（1988年11月18日）

は、第三者割当てによる新株発行を決議した。X社が不公正発行を理由に差止仮処分を申立てたが、東京地決昭和63年12月2日金融商事822号15頁は、新株発行による資金調達必要性（設備更新、債務弁済による支払金利の軽減）が認められるとして、仮処分申請を却下していた（宮入バルブ第1次事件）。

第1回目の第三者割当増資によりX社の持株比率は40%に低下したが、X社はY社株式を買い集め、持株比率も上記の通り47%に回復した。Y社は第2回目の第三者割当増資を決定したが、その際に、払込金額851円は、1989年2月20日から同年8月18日までの終値平均に90%を乗じて算出された。これは、新株払込金額を「第三者割当増資決議の直前日の終値又は直前日を最終日とし、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を乗じた価格以上」とする証券業協会の自主ルール「時価発行増資に関する考え方」（1989年8月8日改定）に従ったものである。

Y社の株価は、1987年235円～452円、1988年366円～851円、1989年前半720円～900円台と推移し、同年7月14日開催の臨時株主総会（X社が招集を請求）の様子がテレビ放映された同年8月4日から新株発行の決議された同月21日までは思惑買いにより、最低でも1300円を下らず、最高では1700円台となった。

X社は、有利発行であるのに株主総会の特別決議を経ておらず、また不公正発行でもあると主張し、新株発行差止めの仮処分を申立てた。東京地決平成元年9月5日判例時報1323号48頁は、①投機等により株価が急騰し、かつ急騰後新株発行決議時までに短時間しか経過していない場合には、右株価は株式の客観的価値を反映したものとはいえないから、株価急騰前の期間を含む相当期間の平均株価をもって発行価額とすることも許され、②Y社では台湾のバルブメーカーの買収、鉄鋼弁生産設備の自動化・省力化等の目的のために資金を調達する必要があったから、不公正発行とはいえないとして、仮処分申請を却下した（宮入バルブ第2次事件）。

本決定は、投機による急激かつ短期的な株価高騰が株式の客観的価値を

反映していないものであるとしつつ、高騰した株価を払込金額算定の基礎から排除するのではなく、新株発行決議から 6 か月遡った期間の終値平均値をもって払込金額とすることを許容した。高騰した株価を排除するのではなく、6 か月間の株価の平均をとることにより一時的な高騰の影響を緩和するものといえる⁽¹⁶⁾。しかし株式買い集めにより株価が高騰し株式の客観的価値を反映しなくなったと認定できるのであれば、その時期以降の株価は算定基礎から除外すべきであり、平均株価を用いることで効果を薄めるという取扱いは中途半端であると批判されることもある⁽¹⁷⁾。学説では、株式買い集めによる株価高騰につき、それが買収により企業価値が増大するという株式市場の合理的期待を反映したものである限り、高騰した株価を基準に払込金額を決定すべきであると考えられる傾向が強い⁽¹⁸⁾。直前株価を重視する学説に配慮して、自主ルールは 6 か月間の平均株価を用いて高騰を中和しようとしているのであろう。

株式買収により企業価値が増大するとの合理的期待から株価が高騰するという教科書的なケースは、実際にはそれほど多くない。株式買収により株価が動意づいたのを見て、その波に乗り短期のうちに利益を得る目的で、多数の投資家らが同銘柄に集中して買注文を入れるため（企業価値増大の有無には無関心）、株価が一層高騰する。そこでは高騰後の株価は払込金額の算定基礎から排除すべきであるが、このような見解は学説上ほとんど見られない。

6 日本証券業協会の前掲自主ルールは、2003年 3 月の改訂を経て、現在では「第三者割当増資の取扱いに関する指針」（2010年 4 月 1 日制定）となっている。これによれば、払込金額は原則として取締役会決議の直前日の価額（直前日に売買がなければ、直前日から遡った直近日の価額）に 0.9 を乗じた額以上の価額であることが求められる。ただし、直近日又は直前日までの価額又は売買高の状況等を勘案し、決議日から払込金額を決定するために適当な期間（最長 6 か月）を遡った日から決議直前日までの間の平均の価額に 0.9 を乗じた額以上の額とすることもできる。

旧時の自主ルールと異なり、直前株価の90%以上とすることが原則とされ、決議前6か月以内の期間の株価平均の90%以上とする取扱いは例外的に認められるものと位置づけられている。但書により株価の平均値を算出するために決議日から遡る期間の設定にも、従前の株価や売買高等の状況を勘案した上での合理的根拠が求められる。

いかなるケースであれば、決議日から最長6か月遡った期間の株価平均値を基礎として払込金額を定めてよいのかは、必ずしも明らかではない。事後的に争われることを懸念して、実務上、但書の援用が過度に差し控えられることも予想される。遡る期間についても同様である。好材料を反映し株価が急騰して1か月経過後に新株発行決議がなされるケースを想定しよう。もし2か月遡って株価の平均値を算定するならば、好材料を反映する前1か月間の株価により「薄める」ことになる。⁽¹⁹⁾ もっとも、株価は好材料を反映して過度に上昇することが通常であるので、少し長めの期間遡って高騰を薄めることは、必ずしも不当ではない。

「指針」では、必ず決議日から遡って株価の平均値を算定することになっており、高騰期間の株価も平均値の算定の中に常に含まれることになる。高騰期間の株価を算定基礎から完全に除外するとか、過度の高騰を薄めるために、遡る期間を6か月より拡張することが認められてもよい。

7 発行済株式総数1452万株のY社（ゼネラル）は、1990年6月7日開催の取締役会で、新株400万株を1株1300円の発行価額でA社（相生産業）に割当ての旨を決議した。Y社の株主X₁社（コロナ、持株比率26%）及びX₂（持株比率4%）は、有利発行であるのに株主総会特別決議を経ていないと主張して、新株発行差止めの仮処分を申請した。直前株価は2360円であるから、払込金額のディスカウント率は45%になる。Y社の株価は1988年1月から1989年9月までは580円～1270円のボックス圏にあったが、1989年10月に出来高が急増し高値1950円となり、Xらが最初に大量の名義書換えを請求した1989年12月には高値2980円をつけ、1990年前半には2400円前後を推移した。

大阪地決平成 2 年 6 月 22 日判例時報 1364 号 100 頁は、合理的な理由がないのに株価が異常な程度にまで高騰し、それが一時的な現象に止まる例外的な場合に限り、直前株価を公正な発行価額算定の基礎から排除することが許されるとした上で、本件については、X らによる Y 株式大量取得が不当な目的を有するとは認められず、株価上昇には一応の合理性があり (Y 社工場跡地の含み益)、Y 社の株価は 7 か月にわたり 1800 円以上を維持していたことから、直前株価を発行価額算定の基礎から排除することは許されないと判断し、新株発行の差止めを命じた (第 1 次ゼネラル事件)。

有利発行に当たるとする結論は、次のような認定事実を基礎にしているようである。第 1 に、X らによる Y 社株式の大量取得は 1989 年 10 月から 1990 年 2 月 9 日まで続いたが、1990 年 2 月 10 日以降は行われていない。第 2 に、Y 社本社工場移転計画に伴い、1989 年 10 月 6 日発行の証券新聞において工場跡地の時価が極めて大きい旨の記事が掲載された。第 3 に、新株発行決議前日の終値 2360 円はそれ以前 7 か月間の平均的な株価である。

もともと 580 円～1270 円のボックス圏にあった Y 社の株価は、X らの株式買集めにより 2980 円まで高騰し、X らの買集め終了後も 2000 円台を維持した。買集めのほか土地の含み益への注目が加わり (しかもバブル期)、株価の高騰を期待した一般投資家の買注文も増加したであろうと推測される。直前株価 2360 円は Y 社の企業価値を反映しているものではなく、企業価値増大の合理的期待を反映しているわけでもない。

第 1 次事件で差止めが認められたことから、Y 社は 1990 年 6 月 7 日の新株発行決議を撤回し、同年 6 月 25 日に改めて取締役会を開催し、今回は 270 万株の新株を 1 株 2000 円の発行価額 (直前株価は 2150 円) で A 社に割当てる旨を決議した。X らは、今回も、有利発行であるのに株主総会の特別決議を経ていないとして、差止めの仮処分を申請した。前回の第三者割当ての発表により低下した株価 (6 月 14 日 2200 円、6 月 18 日 1890 円、6 月 19 日 1930 円、6 月 22 日 2150 円) について、これを算定基礎から排除せずに決定された 2000 円は特に有利な発行価額に当たるという。

大阪地決平成2年7月12日判例時報1364号100頁は、直前株価2150円は1990年6月1日から22日までの終値の平均値とほぼ同価格であり、発行価額を決定する際に、前回仮処分申請後の下落した株価（6月中旬に2000円割れ）を算定の基礎から排除することは許されないとして、Xらの申請を却下した（第2次ゼネラル事件）。2000円割れの株価につき、裁判所はこれを過小評価されているとはみなかったとも指摘されるが、⁽²¹⁾ 実際上、2000円はなお過大評価された数字であり、本件が有利発行に該当しないとするのは当然の結論である。

8 株式の買占めに伴い株価が高騰しているケースであっても、公正な払込金額の算定基礎から直前株価を排除することが許容されるためには、判例・学説上かなり厳格な要件が設定され、たとえば、合理的な理由がないのに株価が異常な程度にまで高騰し（将来的な企業価値の増大を反映していない）、それが一時的な現象に止まる場合であるとか、株式取得が会社による高値肩わりや市場での売り抜けを狙った純粋に投機的なものである場合に限られると説かれる。

Y社（宮入バルブ、発行済株式総数1630万株）の取締役会は、2004年5月18日、普通株式770万株を1株につき393円で甲に割当て発行する旨を決議した。株主X₁～X₄（保有Y株式数は4名合計で598万8000株）は、有利発行に当たるのに株主総会の特別決議を経ず、また不公正発行にも該当するとして、新株発行の差止めを求めた。

Y社の過去1年間の株価は、2003年8月まで200円台、9月から上昇し始め、2004年1月500円台、2月600円台～700円台、3月800円台～1000円台、5月1000円台で推移している。直前株価（2004年5月17日）は1010円、発行決議前6か月間の平均株価は721円67銭である。

払込金額393円は、①類似業種比準法により算出される252円、②売上高・営業利益の予想値から算出される338円、③2004年3月31日までの6か月間の平均株価589円の3種類の価格を単純に平均した数値である。Y社の考え方は次の通りである。直前株価1010円はXらによる買占めを原

因とするものであり、Y社の企業価値を正確に反映しておらず、2004年1月以降の株価は発行価額の算定基礎から除外する。2003年6月から12月までの6か月間の平均株価を算定すれば、おそらく393円に近い数値となる。

東京地決平成16年6月1日判例時報1873号159頁は、①本件発行価額は直前株価と著しく乖離しており、乖離理由が客観的資料に基づく考慮要因を斟酌したものと認められない、②Xらによる大量の株式取得がY社株価の上昇に影響を与えているにせよ、XらはY社への経営参加や技術提携を目指し長期保有目的で株式を取得した（不当な肩代わりや投機を目的としていない）、③Y社の業績改善及び同業他社の株価上昇傾向から見て、Y社株価の上昇は一時的な現象に止まるとは認められず、したがって、直前株価又は発行決議以前の相当期間における株価を排除する理由は見出しがたいとして、差止仮処分申立てを認容した（宮入バルブ第3次事件⁽²²⁾）。

XらのY株式取得が高値肩代わりや売り抜けを狙った投機的取引を目的としたものではないにせよ、600円を超える株価は企業価値増大の合理的期待の反映として説明することはできない。Y社が発行価額を393円ではなく600円としていたならば有利発行に当たらないとも言えそうであるが、発行決議前6か月間の平均株価が721円67銭である以上、裁判所は600円でも有利発行に当たると判断するであろう。

9 日本証券業協会の自主ルール（「指針」）は、裁判所によっても一応の合理性が認められている。Y社（テーデーエフ、発行済株式総数1305万株）の取締役会は、2007年5月18日、普通株式282万8000株を1株につき350円で甲（いすゞ）に割当て発行する旨を決議した。株主X（66万9000株保有）は、払込金額が1株純資産額459円を大幅に下回る有利発行であるのに、株主総会の特別決議を経ないとして、新株発行の差止めを求めた。

Y社の株価については、発行決議直前日の終値が367円、同日までの直近3か月間における終値の平均値は376円であった。仙台地決平成19年6月1日金融商事1270号63頁は、有利発行に当たらないとして、仮処分の申立てを却下した。当然の結論である。成長期待の薄い会社では、PBR（株

価純資産倍率)が1を割り込むことも決して少なくない。直近株価又は直近3か月間の平均株価のいずれを基準にしても有利発行には当たらないことは勿論であるが、Y社は、本銘柄の騰落習性を考慮して、後者の基準により払込金額を決定したようである。

10 募集投資口の払込金額は、投資法人の保有する資産内容に照らし公正な金額としなければならない(投信82条6項)。Z投資法人(発行済投資口総数3万2700口)の役員会は、第三者割当ての方法により募集投資口2万7776口を1口当たり18万円の払込金額で発行することを承認した(2010年4月6日)。承認前日における投資口の終値は23万5000円である。承認直前3か月間における終値の平均値19万8298円に0.9を乗じた額を少しだけ上回る18万円をもって、払込金額とされた。投資主Xは、Zの代表者たる執行役員Yに対し、払込金額が公正な金額でなく、また本件発行はYの善管注意義務及び忠実義務に違反すると主張して、投信法109条5項の準用する会社法360条1項に基づく違法行為差止請求権を被保全権利として、投資口の発行の差止めを求めて仮処分を申立てた。Z投資法人の投資口の市場価格は、役員会承認の1か月ほど前から甲の買進みにより、東証リート指数が上昇していないのに、右肩上がりに上昇するという異常な値動きを示していた。

東京地決平成22年5月10日金融商事1343号21頁は、本件新投資口発行はYの善管注意義務及び忠実義務に違反し(Z投資法人と関連グループとは実質的な利益相反関係がある)、かつ払込金額が公正な価額(投信82条6項)とすることができないと判示して、投資口発行を仮に差止めた。払込金額は、①役員会承認の直前日の市場価格の90%以上であることを原則とするが、②直近日までの市場価格や売買高の状況を勘案し、承認日から遡った適当な期間(最長6か月)の平均市場価格の90%以上とすることも認められる。本決定は、基準②に依拠するには、市場価格の急激な変動や当時の市場環境の動向等により承認直前日の市場価格によることが相当とはいえない合理的な理由が必要であると判示した。

2010年2月8日から3月5日までの期間㊦におけるZ投資口の終値平均価格と比較すると、3月8日から4月5日までの期間㊧におけるそれは17.3%上昇しており、これをもって、Yは甲の買進みによる異常な値動きであると主張していた。しかし本決定は、東証リート指数の終値平均値も期間㊦から期間㊧にかけて2.9%上昇していたことから、Z新投資口の払込金額を直前価格によることが相当とはいえない合理的な理由は認められないとして、原則通り基準①に従えば、払込金額18万円は公正な価額とはいえないと結論づけた。

高騰した株価を公正な払込金額の算定の基礎から排除する場合は異なり、一定期間（最長6か月）の平均株価を基準とすることは高騰した株価を薄めるだけであるから、それほど厳格な要件を設定する必要はない。

- (6) 森田章「第三者割当増資と経営判断」商事法務1198号7頁。
- (7) 江頭憲治郎『株式会社法第7版』（2017）772頁。
- (8) 河本一郎ほか「第三者割当増資をめぐる諸問題（1）」民商法雑誌99巻6号13頁（座談会・河合発言）。
- (9) 大阪高決昭和62年11月24日民商法雑誌100巻1号30頁も、発行価額680円は合理的な算定方法によるものであるとして、原決定を維持した。
- (10) 弥永真生「判批」ジュリスト953号131頁。
- (11) 松中学「市場価格が高騰している場合の有利発行の判断基準」商事法務1911号31頁。
- (12) 田中・前掲注（3）49頁、松中・前掲注（11）30頁。
- (13) 訴訟提起後にXが破産宣告を受けたため、破産管財人が本訴を承継した。
- (14) 浜田道代「第三者割当増資」ジュリスト948号44頁。
- (15) 田中・前掲注（3）49頁。
- (16) 山神理「株式の有利発行」『実務に効くM&A組織再編判例精選』所収（2013）62頁。
- (17) 藤田友敬「株式会社の企業金融（2）」法学教室265号76頁。
- (18) 田中・前掲注（3）49頁。
- (19) 藤田・前掲注（17）77頁。
- (20) 仮屋広郷「ゼネラル事件」『M&A判例の分析と展開』所収（2007）32頁。
- (21) 仮屋・前掲注（20）35頁。
- (22) 木下崇「宮入バルブ事件」『M&A判例の分析と展開』所収（2007）44頁。

Ⅲ 募集新株予約権の有利発行

1 募集新株予約権の払込金額を無償とすることが引受人に特に有利な条件である場合、及び払込金額が引受人に特に有利な金額である（オプション評価モデルにより算出される公正な価額よりも特に低い）場合には、公開会社であっても、募集事項の決定は株主総会の特別決議を必要とする（会社240条1項・238条2項3項各号・309条2項6号）。

転換社債型新株予約権付社債における新株予約権部分の払込金額を形式的に無償と定めても、社債の払込金額が新株予約権と社債とを一体として算出した新株予約権付社債の公正価額を特に下回るものでなければ（たとえば、普通社債を発行した場合の利率より低い利率が付されており、両利率の差に相当する額が新株予約権部分の適正な対価となる）、これが有利発行に該当することはない。インセンティブ報酬の形で取締役職務執行の対価として新株予約権を付与する場合にも、金銭の払込みは要しないものとされる。新株予約権の公正な価額が会社法361条1項1号により定められた取締役の報酬額の範囲内にあるならば、有利発行規制の適用はない。

2 Y社（TRNコーポレーション、発行済株式総数4万7305株）は、2005年12月28日の取締役会で、発行総数5万6000個（新株予約権1個につき、普通株式1株）、払込金額1個当たり298円、行使価額1株当たり31万2480円⁽²³⁾、行使期間2006年6月1日から2008年4月11日までとして、新株予約権を甲及び乙に割当て発行した。本件新株予約権には、譲渡禁止特約のほか、任意消却条項（Y社取締役会が定める消却日に、残存する新株予約権の全部又は一部を払込金額相当額をもって消却することができる）が設けられている。任意消却条項に従い消却される場合、行使期間は、消却のための通知がなされた日までとなる。Y社の筆頭株主Xは、本件発行が旧商法280条の21第1項（会社238条2項3項）等に違反するとして発行差止仮処分を求めた。東京地決平成18年1月17日商事法務1756号56頁は、有利発行に該当し

株主が不利益を受けるおそれがあるとして、本件新株予約権発行を仮に差止める決定を行った（TRN 事件）。

払込金額及び行使価額の合計額31万2778円は、取締役会発行決議日前日の株価42万8000円をかなり下回る。Y社はブラック・ショールズ・モデルを採用してオプション価値を298円としたが、その際に、パラメーターとしての原資産価格については、直前1か月間（2005年11月28日から12月26日）の終値平均34万7200円に新株予約権行使による希薄化率40.3%を乗じて得た13万9775円を代入し、また権利行使期間については、任意消却条項を考慮して0.2877年（決議日から行使期間初日までの実営業日105日を365日で除して得た数値）を代入していた。

東京地裁は、原資産価格として34万7200円（希薄化率を乗じない）、行使期間として2.29年（837日÷365日）を同モデルに代入して、公正なオプション価値を14万4665円と算定した。この金額に行使価額を加算した45万7145円は、決議日前日の株価を上回る。なお無リスク利子率、配当利回り、及びボラティリティの数値については、Y社が代入した数値がそのまま用いられている。

資金調達や資本提携を目的とした新株予約権であるのに、任意消却が早期になされる前提で評価するY社の算定方法について、東京地裁はこれを不合理と判断したことになる。⁽²⁴⁾公正なオプション価値14万4665円を現実の払込金額298円に引下げる合理的な理由が見いだせない以上、本件新株予約権の発行は有利発行に該当する。

3 募集新株予約権に取得条項（会社236条1項7号）が付されているならば、公正なオプション価値を減じる要素となるが、資金調達を目的として発行される新株予約権については、取得条項発動の確率は低いはずであるから、同条項発動を前提としたオプション価値の引下げは不合理と評価されやすくなる。

Y社（サンテレホン、発行済株式総数3510万株）の取締役会は、2006年6月16日、甲社（三菱UFJ証券）を割当先として、新株予約権336個（1個に

つき普通株式1万株)、払込金額1個当たり9万1000円(1株当たり9.1円)で発行することを決議した。行使価額は当初997円とされるが、割当日後、毎月第2金曜日の翌取引日以降、相場(3連続取引日の終値の平均値)の93%に修正される(下限499円、上限1495円)。Y社は、割当日後、取締役会の定めた取得日の2週間前までに通知・公告(会社273条2項・3項)を行うことにより、取得日に1個当たり9万1000円で、残存新株予約権の全部又は一部を取得することができる。全部が取得される場合には、通知・公告の翌々営業日以降、行使価額は、行使の効力発生日前日までの3連続取引日における終値平均値の110%に修正される。行使期間は2006年7月4日から2008年7月3日までの2年間である。

Y社は、二項格子モデルを採用して、新株予約権のオプション価値を9万0949円と算定した。原資産価格は、発行決議日前日の終値906円が用いられている。二項格子モデルは、本件新株予約権のように行使期間中であれば任意の時点でオプションを行使できるアメリカンタイプのオプション価値の算定にしばしば用いられる。

X₁、X₂及びAは、Y社の発行済株式総数の41%を保有している。Xらは、本件新株予約権の公正なオプション価値(取得条項を考慮に入れない)は1個当たり154万4730円から210万5544円となるので、Y社の設定した払込金額9万1000円は有利発行に該当するにもかかわらず株主総会の特別決議を経ていないほか、不公正発行にも当たるとして、本件新株予約権発行を仮に差止めることを求めた。

Y社取締役会が取得日を定めることができるのは、新株予約権の割当日(2006年7月3日)後とされているから(発行要領⑥)、最も早ければ同年7月4日であり、これは行使期間の初日に当たる。もし同年7月4日に取得日が定められると、その翌々営業日(同年7月6日)⁽²⁵⁾以降、行使価額は行使の効力発生日前3連続取引日の終値平均値の110%に修正され市場価格より高くなるから(発行要領④)、新株予約権者による権利行使の経済的合理性は失われる⁽²⁶⁾。権利行使の可能性があるのは、事実上、同年7月4

日と 5 日の 2 日間に限られてしまうから、新株予約権の理論価額は低下する。

東京地決平成18年 6 月 30 日判例タイムズ1220号110頁は、取得条項がない場合の本件募集新株予約権 1 個当たりの公正な価額としての最安値は 154万4730円であるところ（甲作成の報告書）、…… Y 社主張の発行目的（社債償還費用として借入れた25億円の返済に充てる）であれば、Y 社取締役会が行使期間初日に取得日を定める決定をしない可能性が高いといえる本件においては、取得条項があることにより理論的にはオプション価額を下げる余地があるとしても、上記価額を大幅に下回る 9 万1000円にまで下げる合理的な理由を直ちに見出すことは困難であり、したがって、本件発行は公正なオプション価額よりも特に低い払込金額によってされるものとして、仮処分命令申立を認容した。

本件では、X らと Y 社取締役会の間で、会社支配権をめぐり争いが生じていた。この状況で第三者割当てにより新株予約権を発行すれば、不正発行と判断されるリスクが高まる。したがって、Y 社側では資金調達目的（借入れた25億円の返済）の主張は不可避のものといえる。しかし資金調達目的を強調すればするほど、Y 社が取得条項を早期に発動する確率は低下するはずであるから、取得条項の発動を前提としたオプション価額の大幅な減額は不合理と判断されやすくなる⁽²⁷⁾。

本件新株予約権にはムービング・ストライク条項が設けられており、行使期間中、毎月 1 回市場価格の93%に行使価額が設定し直される。行使価額の修正される毎月第 2 金曜日の翌取引日直後に新株予約権を行使することにより、取得した Y 株式を即時売却すれば、株価の 7%に相当する利益を確実に得られるので、X らは、これは「定性的」に有利発行に該当すると主張していた。裁判所は、この点については判断を示していない。ムービング・ストライク型新株予約権 (MSO) では、証券会社が新株予約権を第三者割当てで引受けるが、当該証券会社は「MSO を行使して取得した株式」を機関投資家や市場に売却する⁽²⁸⁾。

4 新株予約権の行使価額が株価を大きく上回るなど高く設定されるならば、オプション価値は低くなる。他方、行使価額の修正条項により行使価額が引下げられる可能性を考慮すれば、オプション価値は高くなる。行使価額の下方修正が十分見込まれるにもかかわらず、当初の高い行使価額を基準としてオプション価額を低く算定することは不合理である。

Y社（オープンループ、発行済株式総数8万8321株）の取締役会は、2006年11月29日、募集新株予約権200個を1個当たり5万円の払込金額で第三者割当てにより発行することを決議した。新株予約権1個当たりの目的株式数は、1000万円を行使価額で除した数である。割当先甲はリーマン・リミテッドとされた。行使価額は1株当たり当初11万2650円（決議日前日の⁽²⁹⁾株価は3万7550円）であるが、Y社が保有者に対し事前通知を行うことにより、通知日の直前週の最終取引日を最終日とする3連続取引日のY株式終値の平均値の92%に修正され、その後も毎週同様に修正される（下限1万8775円、上限は当初行使価額）。本件新株予約権には取得条項が付されており、取締役会の定める取得日において残存する新株予約権の全部又は一部を、取得日の1か月前までに公告・通知をした上で（会社273条2項・274条3項）、払込金額と同じ5万円で取得することができる。

Y社は、行使価額の下方修正がなされる可能性は低いと考えるべきであるとして、当初行使価額をパラメーターとしてブラック・ショールズ・モデルを用いて新株予約権のオプション価額を1個当たり3万2933円（1株当たり371円）と算定し、払込金額を1個当たり5万円（1株当たり563円）と定めた。

Xら（クオンツ及びその子会社）は2006年10月以降Y株式を大量に買集め、同年12月1日時点での持株比率は20.7%に達している。Xらは次のような主張をして、新株予約権発行差止めの仮処分を申立てた。本件募集新株予約権が当初行使価額（決議日前日の株価の3倍）で行使される見込みは極めて低いので、修正条項による下方修正後の行使価額を基準とすべきである。下方修正が行われた場合における公正なオプション価額は、①取得

条項に基づき取得決議が行われる場合、総額で1億9370万円（新株予約権1個当たり96万8500円）、②取得決議が行われない場合、総額で2億6648万円（同1個当たり133万2400円）となる。本件払込金額（総額1000万円、同1個当たり5万円）は公正なオプション価額を大きく下回り、有利発行に該当する。

札幌地決平成18年12月13日金融商事1259号14頁は、「(Y株式)の株価水準からすると、新株予約権者によって新株予約権が行使されることが経済合理的に見込まれるのは、修正条項に基づき行使価額が修正された場合に限られるから、本件新株予約権の発行が資金調達目的であるとすると、修正条項に基づく行使価額の修正がなされる可能性が高い。……新株予約権の価額を算定するに際しては、修正後の（行使）価額を基準とするのが相当であるところ、Y社の新株予約権のオプション価額についての算定結果は、……当初行使価額を基準としており、相当でない」として、Xらの仮処分申立てを認容した。

当初行使価額を株価の3倍にまで高く設定すれば、権利行使は困難であるからオプション価値は低下し、払込金額も安価となる。新株予約権を実際に行使する段階における行使価額が修正条項により下方修正されることが見込まれるのであれば、むしろ払込金額を引下げることを目的として高い当初行使価額が設定されたと評価せざるをえない。⁽³⁰⁾

Y社は、Y株式のPBR（株価純資産倍率）が0.79倍にとどまっているが、監理ポストから通常ポストへ復帰すれば、株価は大幅に上昇して当初行使価額を超えるであろうから、行使価額が下方修正される可能性は低いと主張した。Xらは通常ポストへの復帰による株価上昇を見通してY株式を大量取得したとY社はいう。しかし本件で株価の上昇が期待されるかは不明である。少なくとも割当先甲については、株価より3倍も高い当初行使価額の新株予約権を取得する以上、かなり高い確率で行使価額が下方修正されることを見込んでいたはずである。

5 転換社債型の新株予約権付社債にあっては、新株予約権の行使に際

して、行使価額の払込みに代えて当該社債権が現物出資される（会社236条1項3号）。新たな金銭の払込みは不要であるが、社債権は消滅する。転換社債が全体として1個の金融商品であることからすれば、転換社債全体の公正な価値と転換社債全体の払込金額とを比較して（一体評価）、有利発行性を判断すべきことになる。⁽³¹⁾ 他方、転換社債型を含め新株予約権付社債の価値は新株予約権の価値と社債の価値とに分離して評価されるのであれば、新株予約権の実質的対価と新株予約権の公正価値とを比較して（分離評価）、有利発行性を判断することもできる。

Y社（オートボックスセブン）の取締役会は、2007年10月26日に、第1回新株予約権付社債（額面150億円、新株予約権1500個）を甲に、また第2回新株予約権付社債（額面500億円、新株予約権5000個）を乙に、それぞれ割当て発行することを決議した。本件新株予約権付社債がすべて株式に転換されると、甲及び乙の持株比率（合計）は36.43%に達する。

Y社側の鑑定機関B（ブルータス）によると、額面1億円当たりの本件社債に付される新株予約権の実質的な対価は、 $(1.787\% - 1.0\%) \times 1 \text{ 億円} \times 5 \text{ 年} = 393 \text{ 万} 5000 \text{ 円}$ （現在価値に割戻すと373万円）と算定される。本件新株予約権付社債の利率は1%であるところ、Y社が同じく5年満期で普通社債650億円を発行する場合に想定される利率は1.787%となる。両利率の差額に相当する経済的価値が、本件新株予約権の実質的な対価である。

Bはモンテカルロ・シミュレーションを用いて、本件新株予約権単体の公正価額につき、額面1億円の社債当たり198万円と算定した。評価手順において、普通株式に転換・売却される株式数は1日の平均売買出来高（8万株）の10%を越えないことが前提条件とされている。

Y社の株主であるXは、有利発行であるのに株主総会の特別決議を経ず、また不正発行であることを理由として、本件新株予約権付社債の発行を仮に差止めることを求めた（会社247条）。X側の鑑定機関C（CPC）は、二項格子モデルを用いて、社債額面1億円当たりの新株予約権単体の公正価額を、第1回債につき2603万円、第2回債につき1052万円

と算定した。もし新株予約権付社債の価値と普通社債の価値との差がオプション価値額であるとして算定するならば、第 1 回償は 2498 万円、第 2 回償は 876 万円になるという。また X は、本件新株予約権付社債の発行には資金調達その他事業経営上の正当な目的がなく、経営陣に支配権取得目的があるとして、不公正発行に当たると主張する。

東京地決平成 19 年 11 月 12 日金融商事 1281 号 52 頁は、本件新株予約権付社債の発行は有利発行に該当せず、また著しく不公正な方法ということもできないとして、X の差止仮処分申立てを却下した。決定理由は次のように要約される。(1) 新株予約権の実質的な対価④と新株予約権の公正な価値⑤とを比較し、④が⑤を大きく下回るときは、当該新株予約権付社債の発行は有利発行に該当する。④は当該新株予約権付社債の利率とその会社が普通社債を発行する場合に必要とされる利率の差に相当する経済的価値であり、⑤はオプション評価理論に基づき算定された新株予約権の発行時点における価値額である。(2) Y 社 (B) の主張に係る本件新株予約権の評価の合理性を左右するに足りる資料はない。額面 1 億円の本件社債に付された新株予約権の実質的な対価は 373 万円となることが一応認められる。新株予約権の公正な価値が Y 社の主張する価値額 (198 万円) を上回ることについての疎明はなく、……本件新株予約権付社債の発行は有利発行に該当しない。(3) Y 社は M&A のための資金調達手段の確保を図ってきており、現に M&A の検討を社内で行っていることに照らすと、本件新株予約権付社債の発行が特定株主の持株比率低下や現経営者の支配権維持を主要目的としているとは認められない。

新株予約権部分の評価に際し Y 社は、日本証券業協会の自主ルールに基づく市場売却の数量制限及び投資家の合理的行動 (市場流動性と比較して過剰な数量の株式を売却すると株価が下落するから、市場に影響を与えない程度の売却をする) を考慮し、普通株式に転換・売却される株式数は 1 日当たり 8000 株を越えないことを前提条件とした。これは新株予約権者 (甲乙) が取得できる利益に枠をはめることであるから、オプション価値を低

下させる方向に作用する。最大で Y 社発行済株式総数の36%を取得しようとする甲及び乙が、同株式を少量ずつ何年もかけて市場で売却するという前提は、経済実態とかけ離れているとの批判が予想される。⁽³²⁾ 甲及び乙が M&A のプロセスで市場外の相対取引により一定のロットの支配株式を売却するならば、プレミアム付きで売却することができる。⁽³³⁾ これはオプション価値を高くする方向に作用する。株式売却の実現性や売却価額を合理的に予測できない M&A による売却を考慮しないことが不合理でないといえるものか、⁽³⁴⁾ やや疑問が残る。

6 Y 社（丸八証券）の取締役会は、2008年10月31日、転換社債型新株予約権付社債（劣後特約付）を、（総額）5億円、（発行価額）額面100円につき金100円、但し、新株予約権と引換えに金銭の払込みは要しない、（利率）年3.5%、（割当先）甲3億5000万円、乙1億5000万円として発行することを決議した。株主 X（持株比率10.9%）が発行差止めの仮処分を申立てたところ、名古屋地決平成20年11月19日金融商事1309号20頁は、有利発行にも不公正発行にも当たらないとして、X の申立てを却下した。

新株予約権部分の払込金額が無償であることを示して発行される転換社債型新株予約権付社債における新株予約権の実質的対価は、当該社債の利率と Y 社が普通社債を発行する場合に必要とされる利率との差額をキャッシュフローベースの現在価値に割戻して算定された額である。Y 社は普通社債を発行しておらず、かつ格付けもないため、同社としては、格付機関が付与するであろう格付けを推定した上、当該格付けの社債利回りを各種マーケット情報から推定する手法により、同社が5年満期の劣後特約付無担保社債を発行する場合のスプレッドを算出した。Y 社が普通社債を発行する場合に必要とされる利率が12.9%から18.9%までと認められることから、本件新株予約権の実質的対価は社債額面100円当たり34.1円から49.33円と算定される。

Y 社は、次に本件新株予約権のオプション価額につき、ブラック・ショールズ・モデルにより社債額面100円当たり34.74円から42.35円であると

する。パラメーターとして、原資産価格は49.08円（決議直前10取引日の出来高加重平均値）、無リスク金利0.9%、行使価額50円が用いられている。

裁判所は、Y社の行った上記オプション評価は合理的なものであると一応認められ、本件新株予約権の実質的な対価がその公正な価値を大きく下回るものとは言えないとする。

本件新株予約権付社債の転換価額（行使価額）は50円と設定されているが、これは発行決議直前の1か月間の終値平均値に7%のアップ率を加算した額である。Xは、株価急落後の1か月間の株価の推移を基準に転換価額が算定されているので、本件発行は特に有利な条件によるものであると主張する⁽³⁵⁾。しかし、2008年8月以降、同業他社の株価もY社の株価と同様に大幅な下落を示している。一時的にY社株式の出来高が異常に膨れ上がった同年9月を含まない決議前1か月間（同年10月1日から同月30日まで）の平均株価が用いられたことも承認されてよい。

7 オプション評価理論により算出される新株予約権の価値評価額を特に下回る金額が払込金額とされるならば、新株予約権の引受人にとって有利発行となることは勿論であるが、既存株主を持分価値の稀釈化から保護すべき基準として価値評価額が機能するかについては疑問が残る。

(23) 決議直前1か月の終値平均の90%である。

(24) 武井一浩／山中政人／善家啓文「第三者割当の有利発行適法性意見制度と実務対応」[I] 商事法務1872号55頁。

(25) 久保田安彦「サンテレホン事件」『M&A 判例の分析と展開Ⅱ』所収（2010）146頁。

(26) 松井秀征「判批」『会社法判例百選（第3版）』（2016）60頁。

(27) 川口恭弘「判批」ジュリスト1332号107頁、山岸暢子「判批」ジュリスト1375号132頁。

(28) MSO導入の必要性は、多様なニーズへの個別対応を可能ならしめるオーダーメイドのファイナンス手段の手法にあるという。

(29) 新株予約権1個当たり1000万円。

(30) 家田崇「オープンループ事件」『M&A 判例の分析と展開』所収（2007）166頁、白井正和「判批」ジュリスト1363号127頁。

- (31) 武井一浩／中山龍太郎／今泉勇「第三者割当の有利発行適法性意見制度と実務対応 [V] 商事法務1880号47頁。
- (32) 本件の全体については、田中亘「オートボックス事件」『M&A 判例の分析と展開 [II]』所収（2010）60頁、田辺宏康「判批」判例タイムズ1268号73頁参照。
- (33) 武井一浩／山中政人／今泉勇「第三者割当の有利発行適法性意見制度と実務対応 [II]」商事法務1873号119頁。
- (34) 弥永真生「判批」ジュリスト1369号86頁、林天宇「判批」ジュリスト1407号160頁。
- (35) X は、新株予約権付社債発行決議前 6 か月又は 3 か月の終値平均値から、転換価額を145円又は92円と算出すべきであると主張していた。

IV 結 語

1 B による A 株式の買い集めに伴い株価が高騰している時期に A 社が第三者割当増資を行うケースについて、払込金額の算定基礎から高騰した株価を排除することが認められるのは、学説上、B が違法な私的利益の獲得を企画している場合⁽³⁶⁾、あるいは、B が A 社又は同社の関係者に A 株式を高値で買い取らせるとか、市場で売り抜けることを狙った投機的なものである場合⁽³⁷⁾に限られる。しかし、それは狭すぎる。B の買い集めに便乗して短期的利益を得る目的の買注文が急増し、A 社の株価は一層上昇する（上昇前の株価130→新株発行決議時の株価350）。買収による A 社企業価値の増大が見込まれる事例であっても、それを期待する買注文は一部分にとどまる。株式市場全体の動向、同業他社の株価の値動き、A 社の好材料等を織り込み、上昇前の株価（130）を適切に上方修正した金額（195）を有利発行の判断基準とすべきである。

経営不振の A 社が C 社と企業提携するため割当先を C 社として新株を発行するケースにおいては、企業提携によるシナジーへの期待から、新株発行決議時点では既に A 社の株価は上昇している。ここでも、上昇前の株価を適切に上方修正した金額が有利発行の判断基準となる。企業提携は A 社の好材料ではあるが、シナジーへの寄与度は C 社90%、A 社10%程

度であろうから、この点を理由とする株価の上方修正は極めて限定的なものにとどまる。

2 新株予約権は株式を原資産とするコール・オプションであり、その公正価値はオプション評価モデルにより算出される。新株予約権行使の結果として株式が如何なる対価で発行されるかではなく、発行時における新株予約権の公正価値を著しく下回る対価で新株予約権が発行されるか否かを基準として、有利発行該当性が判断される⁽³⁸⁾。しかし、これが既存株主を対価の稀釈化から保護すべき基準として有効に機能するかについては、疑問が残る。

新株予約権のオプション価額を引上げる要因として、低い行使価額、長い行使期間、高いリスクフリーレート、高いボラティリティ（株価変動性）、及び低い配当利回り等が挙げられる。任意消却特約の存在はオプション価額を引下げる要素として考慮されるが、資金調達や資本提携を目的とした新株予約権であるのに、消却が早期になされる前提でオプション価額を評価する算定手法は不合理と判断される（前掲 TRN コーポレーション事件）。任意取得（コール）条項が存在するにせよ、行使期間初日に取得決定される可能性は低い以上、オプション価額を大幅に引下げる合理的な理由はない（前掲サンテレホン事件）。

行使価額が発行会社の株価の92%に修正される条項が付されているケースにおいて、行使価額の下方向修正がなされる可能性が高い以上、当初行使価額を基準としたオプション価額の算定結果は相当でない（前掲オープンループ事件）。発行される新株予約権がすべて行使されると発行済株式総数の36%に達するケースにおいて、公正なオプション価額を算定するには、市場の売却制限など発行会社株式の流動性に基づく制約（オプション価額を引下げる要因）を考慮に入れることになる（前掲オートボックスセブン事件）。もっとも、M & Aのプロセスで市場外の相対取引により、プレミアム付きで一定のロットの支配株式を売却するチャンスも存在し⁽³⁹⁾うる。

- (36) 松中・前掲注（11）31頁。
- (37) 田中・前掲注（3）48頁。
- (38) 豊田祐子「新株予約権・新株予約権付社債の有利発行」『実務に効く M&A・組織再編 判例精選』所収（2013）67頁。
- (39) これはオプション価額を上げる要因となる。武井／中山／今泉・前掲注（33）119頁。