

転換社債型新株予約権付社債と 有利発行規制

久保田安彦*

一. はじめに

平成13年11月の商法改正によって新株予約権制度が創設されたが、その改正趣旨には、大きく2つあるとされる。1つは、コール・オプション（新株予約権）の評価の透明性を確保するという観点から、コール・オプション発行に関する規整を統一化することである。改正趣旨の2つ目は、コール・オプション発行の一般的解禁であり、その結果、新株予約権の利用方法として多様なものが提唱され、実際にも利用されている。

しかし、そうした実務が真に歓迎すべきなのは、多分に疑わしい。すなわち、新株予約権というのは株主や投資者にとって実に分かりにくい、そのことが経営者にとっての使いやすさとなって、利用方法が多様化しているのではないかという疑念を払拭できない。価値評価の透明性確保という改正法の趣旨が必ずしも実現されてはならず、こうした改正趣旨と実務とのギャップが最も表面化しているのが有利発行の場面であると言ってよいであろう。そして、とくに転換社債型新株予約権付社債（CB）、それも転換価額修正条項付CB（MSCB）の場合は、この問題が深刻であるように思われる¹。

そこで、本稿では、CB・MSCBを取り上げ、現行商法および新会社法における有利発行規制との関係で生じる問題を検討すること

にした。検討の順序としては、まず「二」で、新会社法上のCB発行規制を概観しながら、それが現行商法の発行規制を実質的に変えるものなのかどうかを確認する。次いで、「三」ではMSCB以外のCBが発行されるケース、「四」ではMSCBの発行のケースについて、それぞれ、その価値をどのような方法で算定すべきなのか、また、どのような基準によって有利発行に該当するかどうかを判断すべきなのか、を明らかにする。その後、「五」では、CBやMSCBの有利発行にかかる既存株主の事後的な救済策についても、若干の問題点を指摘することにしたと思う。

二. 新会社法上のCBの意義と発行手続の概要

(1) 平成13年11月の商法改正によって新株予約権制度が導入された結果、従来の転換社債（CB）は新株予約権の付された社債（新株予約権付社債）の1つとして位置づけられることになった。新会社法でも、こうしたCBの位置づけは維持されている（会2条22号）。

新会社法は、CBを含む新株予約権付社債について、新株発行や新株予約権の単体発行の場合と平行な発行規制を用意している。すなわち、新株予約権付社債の発行にあたっては、①新株予約権部分について、目的である株式の種類および数、権利行使に際して出資される財産の価額（権利行使価額）またはその算定方法、権利を行使することができる

* 早稲田大学商学部助教授

期間（権利行使期間）といった内容（会236条1項）のほか、発行数や払込金額も定める一方、②CBの社債部分について、社債の総額、各社債の金額、利率、償還の方法など（会676条）を決定しなければならない（会238条1項）。これらの事項を募集事項という（同項柱書括弧書）。そして、会社がCBを発行しようとするときには、上記②の社債の償還方法として、新株予約権の行使があれば社債が償還されることを定めるとともに（会238条1項6号・676条4号）、常にその償還金額を上記①の新株予約権の権利行使に際して出資される財産とする旨を定めることになる²。なお、株主割当ての方法による場合には、それらの募集事項のほか、株主割当てをおこなう旨や新株予約権付社債の引受けの申込期日も決定しなければならない（会241条1項）。

新会社法は、すべての株式会社にCBを含む新株予約権付社債の発行を認める一方、募集事項や株主割当ての決定機関について、公開会社（会2条5号）と公開会社でない会社とで別に規定している。もっとも、非公開会社のCB発行には基本的に合理性が見当たらない。なぜなら、實際上、CBに付された新株予約権が価値をもつためには、目的たる株式の価格が客観的に認識できなければならない。そのため、遅くとも新株予約権の権利行使時までには、CB発行会社の株式が公開され市場価格が存在している必要があるのに対し、新会社法上の非公開会社が近い将来の株式公開を予定しているケースはあまり想定できないからである。他方、公開会社がCBを発行するときでも、株主割当ての方法によるケースは考えにくいので、以下では、もっぱら公開会社が株主割当て以外の方法でCBを発行するケースのみを取り上げることにしよう。

(2) 公開会社では、第三者に対する有利発行に該当しないかぎり、取締役会（委員会設置会社では執行役）が募集事項を決定することができる（会240条1項・241条3項3

号・418条1号）。CB発行が有利発行に該当しないという判断の下、取締役会で募集事項を決定したときには、割当日の2週間前までに決定した募集事項を公告（または通知）しなければならない（会240条2項・3項）。

注目すべきは、現行商法が、CBに付された新株予約権部分の発行価額の算定理由（発行価額を無償とするときはその理由）も公告するよう規定しているのに対し（商341条ノ15第3項・280条ノ23）、新会社法にはそのような規定が置かれていないという点である。これを形式的に見ると、新会社法は、払込金額の算定理由の開示は不要とする趣旨に読める。しかし、それが開示されないかぎり、既存株主は、取締役会が具体的にどのような根拠に基づいて有利発行に該当しないと判断したのかを知るのが困難になるから³、その分、株主の発行差止請求権（会247条）の機能も弱められてしまう。他方、後述するとおり、とくにCBやMSCBについては、発行会社による恣意的な価値評価がおこなわれて、有利発行規制が潜脱される危険は大きく、そのことは新会社法においても変わらない。したがって、多少乱暴な解釈であることは承知のうえで、新会社法の下でも、新株予約権の払込金額については、公告のなかで、金額（無償とするときはその旨）だけでなく、その算定理由（無償とするときはその理由）も開示することが必要であると解すべきではなからうか⁴。

なお、証券取引法適用会社については、有価証券届出書等で所定の事項の開示がなされているかぎり、改めて会社法上の公告を求めする必要はないから、その場合には公告を要しないとされている（会240条4項）。

(3) 以上に対し、第三者に対する有利発行に該当するケースでは、公開会社でも株主総会（および種類株主総会）の特別決議の手続を経なければならない（会240条1項・238条2項3項4項・309条2項6号）。ここで問題となりうるのは、現行商法が有利発行に

ついて「特ニ有利ナル条件」と規定しているのに対し（商280条ノ21第1項）、新会社法は、新株予約権の払込金額を無償とする場合と有償とする場合とで、別の文言を用いていることである。すなわち、新会社法上、①払込金額を無償とする場合は、そのことが「当該者に特に有利な条件であるとき」（会238条3項1号）に、②有償とする場合は、「払込金額が当該者に特に有利な金額であるとき」（会238条3項2号）に、それぞれ総会特別決議が要求される。

②の規定は、現行商法の解釈として、新株予約権の発行価額は発行条件のすべてを反映するかたちで定められるべきであり、「特ニ有利ナル条件」は「特ニ有利ナル価額」と同義であるとする見解が一般的であったため⁵、その見解を明文化したものと見えよう。

他方、①の規定がどのような趣旨によるものなのかは必ずしも明らかではないが、さしあたり2つの読み方が可能であろう。その第1は、後述するように、CBに付された新株予約権部分の払込金額が無償とされたとしても、社債部分の内容次第では、必ずしも常に有利発行に該当するとは限らないから⁶、そのことをより明らかにする趣旨にすぎないとする読み方である。第2に、それに加えて、新株予約権の単体発行のケースでも、権利行使価額を高く設定するなどして新株予約権の価値をゼロに近づけておけば、払込金額を無償としても「特に」有利でないことをも明らかにする趣旨であると読むこともできる⁷。この第2の読み方をすると、新株予約権の払込金額が有償とされるケースについても、有利発行に該当するのは、払込金額がオプション評価モデルによる新株予約権の価値評価額を「著しく」下回る場合に限られる⁸と解することになるであろう。しかし、オプション評価モデルの内在的な限界のゆえに、もともと新株予約権の評価額にはかなりの幅を許容せざるを得ないのは周知のとおりである。それに加えて、ディスカウント発行まで認めら

れるとなつては、有利発行規制の実効性はますます小さいものになってしまうのではなからうか。結論としては、第1の読み方によるべきであると思われる⁹。

(4) こうして募集事項が決定された後、発行会社は、CBの引受けの申込みをしようとする者に対して、募集事項等を通知しなければならない（会242条1項）。もっとも、会社が、証券取引法2条10項所定の目論見書を交付している場合には、それで適切な情報が提供されるから、上記の通知義務は課されない（同条4項）。また、いわゆる総額引受けがなされるときにも、情報の偏在はないと考えられるので、同じく通知義務は免除される（会244条）。

実際に引受けの申込み（会242条2項・3項・6項）がなされると、取締役会は、申込者の中からCBの割当てを受ける者とその者に割り当てるCBの数とを定めなければならない（会243条1項）。この割当てを受けた者は、募集事項として定められた割当日にCB権者となり、その新株予約権は新株予約権原簿に記載・記録されて（会249条）、開示の対象にもなる（会252条）。

三. CB発行と有利発行規制

1. 実務の対応

(1) このようにCBの発行については、それが有利発行に該当するかどうかによって、大きく手続の内容が変わるため、実務上、どのような基準によってCB発行が有利発行に該当するのかを判断すべきなのかが重要な問題になる。また、発行会社が有利発行でない¹⁰と判断するときには、CBの募集事項の公告内容として、具体的にどのようなものを記載すべきなのかも明らかにされなければならない。これらの問題については、いわゆる転換価額修正条項付CB（MSCB）とそれ以外のCBとで別に考えなければならないため、まずはMSCB以外のCBから検討を始めること

にしよう。

(2) 現在の実務におけるCBのスキームを見ると、4つの共通した特徴を見出すことができる。すなわち、①CBの発行価額は額面、②社債の満期償還額も額面、③CBに付された新株予約権の目的となる株式の数は、「発行価額÷転換価額」で算定される。ここで転換価額は、発行決議日から1週間程度置いた日における「株式の普通取引の終値(＋ a)」等として決定されるため、CBの場合は、転換価額修正条項¹⁰が付されていない限り、新株予約権の目的となる株式の数はCB発行時に確定することになる。そうすると、CB発行後に、株価が新株予約権の行使価額を超えて上昇すればするほど、CBの保有者が新株予約権(転換権)の行使によって得られる経済的利益も増加する反面、既存株主の持株価値は希釈化してしまう。そこで、このような事態に対処するため、④発行会社による随時繰上償還条項が付されるのが通例である¹¹。

こうしたスキームは、実務が平成13年商法改正前のCBの商品性であるパー発行・パー償還というスキームを維持しようとした結果であるが、それにともない、取締役会のCB発行決議の内容として、社債部分の発行価額は額面、新株予約権部分の発行価額は無償にするという取扱いで統一されることになった。つまり、現行商法上、CBというのは、取締役会の発行決議において、新株予約権を行使しようとする者の請求があったときに、その新株予約権を付せられた「社債ノ全額ノ償還ニ代エテ」、新株予約権の行使価額の払込みがあったものとみなす旨が定められたものであるが(商法341条ノ3第1項8号)、他方で、CBに付された新株予約権の行使価額は、CBの社債部分の発行価額と同額でなければならないとされている(同条2項)。このため、CBの発行価額と満期償還額とをいずれも額面にしようとするときには、社債部分の発行価額をも額面とするとともに、新株予約権部分の発行価額を無償しなければ辻

褻が合わないというわけである¹²。

これに対し、新会社法では、現行商法とは異なり、CBに付された新株予約権の行使価額がCBの社債部分の発行価額と同額でなければならないとする規定は置かれていないから、現在の実務の取扱いは、これまで主張してきたような法文上の根拠を失うことになる¹³。もっとも、そのことは理論上の根拠まで失わせるものではない。今後の実務が現在のような取扱いを続けることができるかどうかは、ひとえにCBの価値評価方法として、どのような方法が適当なのかという問題によって決まると言えよう。仮に、CBの社債部分と新株予約権部分とを一体として評価する方法が許されるとしたとき、この一体評価方法だと新株予約権部分の単独での価値評価額は算出されないから、新株予約権部分の払込金額を便宜的に無償とする取扱いにも合理性が認められることになる。

(3) CBの価値評価方法について、現在の実務は一体評価の方法を採用しているが、そうした一体評価は、CBについて一括法を認める会計処理¹⁴とも整合的であるとされる。また、学説上も、市場で独立して価格のつかない新株予約権部分に価格を付けても無意味であるとして、一体評価を支持する見解も見られる¹⁵。

問題は一体評価の具体的な方法であるが、日本証券業協会・転換社債に関するワーキング・グループが2002年2月に公表した「商法改正に伴う転換社債の取扱いについて」と題する報告書によると、価値評価にあたって考慮すべき事項として、発行当時の行使価額の水準、将来の行使条件の修正条件、社債の年限・利率、普通社債との利率の格差、行使可能期間等が挙げられている¹⁶。ここで注目すべきは、同報告書にオプション評価モデルへの言及がなく、考慮すべき事項としてもボラティリティーが挙げられていないことであろう。同報告書が公表された当時、オプション評価モデルについての理解が十分に浸透し

ていなかったことを反映したものかもしれない。

(4) ともあれ、実務上は、既述のように「社債の発行価額」を額面、「各新株予約権の発行価額」を無償とする形で取締役会決議が行われているため、現行商法の下では、CBの発行事項の公告内容として、「新株予約権ノ発行価額ヲ無償トスル理由」の記載が必要とされる。その一般的な記載例は以下のようなものである。すなわち、「新株予約権は、転換社債型新株予約権付社債に付されたものであり、社債からの分離譲渡はできず、かつ新株予約権が行使されると代用払込により社債は消滅する。かかる社債と新株予約権が相互に密接に関連することを考慮し、さらに新株予約権の理論的な経済価値と、新株予約権が付されそれと一体化した社債としての利率、発行価額、その他の発行条件により当社が得る理論的な経済的価値とを勘案して、新株予約権の発行価額を無償とした。」というのがそれである。

このような公告内容は、MSCBの場合にもほぼ同様のかたちで踏襲されているが、要は色々と考えて決めたと言っているだけのことにすぎない。取締役会が具体的にどのような根拠に基づいて当該CB発行が有利発行に該当しないと判断したのかはまったく明らかにされていないから、情報としての価値は無に等しい。この点、新会社法では、CB発行にかかる公告内容として、「新株予約権ノ発行価額ヲ無償トスル理由」の記載を要求していないが、解釈論として、その記載が要求されると解すべきは既述のとおりである。しかし、実務の公告の記載が改善されないかぎり、そうした新会社法上の解釈論はほとんど意味をもたないことになるであろう。

2. 実務に対する学説上の批判

(1) 上記のような実務に対しては、学説からの批判が強いのも当然かもしれない。学説上は、現行商法の解釈論として、新株予約権の評価の透明性の確保という平成13年改正

法の趣旨に鑑み、社債の対価部分と新株予約権の対価部分とを明確に認識する形で決定すべきであるとする見解が多い¹⁷。本稿では、こうした見解を分離評価説と呼ぶことにしよう。

分離評価説に立つ論者は、会計処理（一括法）との整合性について、取締役会決議事項と会計処理のあり方が必ず一致しなければならないかどうかは疑問である¹⁸。また、そもそも現行商法341条ノ3第1項7号の「社債ノ全額ノ償還ニ代エテ」とは、端株未満相当額を含めデットが全部消滅しなければならないことを意味するにすぎないから、社債部分の発行価額を無償としなければパー発行・パー償還という従来の転換社債の商品性が維持できないというものではないと言う¹⁹。もっとも、繰り返しになるが、会社法の下では、そうした法文との関係は問題にならないため、争点は、もっぱら分離評価と一体評価のいずれがCBの価値評価方法として適当なのかに絞られることになる。

(2) 分離評価説によると、CB発行が有利発行に該当するかどうかは、「新株予約権の価値評価額+社債部分の価値」と「CBの発行価額」との比較によって判断すべきであるとされる²⁰。そして、新株予約権の価値評価額はブラック＝ショールズ・モデルによって算定され²¹、また「社債部分の価値」は、新株予約権付社債の利率・償還金額を普通社債を発行したと仮定した場合と比較すれば、容易に算定できるというわけである²²。

もっとも、念のために付言すると、こうした主張は、社債部分の価値を「CBが満期まで保有された場合の金利コストの割引現在価値（ゼロ金利の場合はゼロ）」と「満期償還額の割引現在価値」とを合計することによって算出すべきことを意味するものではないであろう。というのも、その方法によるときには、発行会社の信用リスクが考慮されないからである。したがって、仮に分離評価説に立つとすると、有利発行かどうかは、「当該CB

の金利コストと同一会社が同一条件（発行価額・満期・償還額・担保の有無・劣後債かどうか等）の普通社債を発行した場合の金利コストの差額の割引現在価値」とブラック＝ショールズ・モデルで算出された「新株予約権の評価額」との比較によって判断すべきことになるであろう²³。

(3) ともあれ、分離評価の方法による場合には、CBの新株予約権部分の価値がゼロということはあり得ないので、本来的には、新株予約権部分の発行価額を無償とするのであれば、それは常に有利発行に該当し、総会特別決議による承認を得なければならないとすべきようにも見える。ただし、現在の実務で、新株予約権の発行価額を無償とする取扱いがなされていることに配慮してか、分離評価説の立場にあっても、「新株予約権ノ発行価額ヲ無償トスル理由」として、新株予約権の価値評価額とその算定方法を開示したうえで、実質的には有利発行に該当しないことを説明することでも構わないとされている²⁴。他方、とくに「同一会社が同一条件の普通社債を発行すると仮定した場合の利率」については、その算定に曖昧さが残るため、公示にあたって明らかにすべきであるとする見解が唱えられている²⁵。

3. 検討

(1) このように、CBの価値評価については、学説上、分離評価によるべきとする見解が多数説のようである。こうした分離評価説の背景にあるのは、1つは、実務がCBを一体評価するにあたり、オプション評価モデルを用いていないのではないかという疑念なのかもしれない。たしかに、仮にオプション評価モデルを利用していないことの隠れ蓑として、実務で一体評価説が採用されているとすれば、強い批判を免れることはできないであろう²⁶。しかし、CBの一体評価にあたって、2項（多層）ツリーモデルなどのオプション評価モデルが用いられているかぎり、そうした一体評価よりも分離評価の方が優れている

とは必ずしも言えないように思われる。というのも、分離評価は、実はミスリーディングな面を持っているからである。

第1に、實際上、CBに付された新株予約権の行使価額は、社債部分の発行価額ではなく、新株予約権（転換権）行使時における社債部分の価値であり、それは日々変動する²⁷。それにもかかわらず、ブラック＝ショールズ・モデルなどでCBの新株予約権部分を分離評価する場合には、その権利行使価額として固定的な数値を利用することになるからである。

第2に、CBには発行会社による随時繰上償還条項が付されるのが一般であり、このとき発行会社が繰上償還すれば新株予約権部分が消滅する。また、新株予約権が行使されれば社債部分（社債の償還権）が消滅することになるが、分離評価だと、それらの可能性は考慮されない²⁸。なお、それ以前の問題として、新株予約権部分の価値評価にあたりブラック＝ショールズ・モデルを利用するときは、それを修正したうえで用いる必要があることは、新株予約権の単体発行の場合と異ならない²⁹。

(2) これに対し、2項（多層）ツリーモデルなどによる一体評価の場合には、上記の2つの問題は生じないので、むしろこうした一体評価の方が望ましいように見える。とはいえ、やはり一体評価にも問題がないわけではない。なぜなら、ツリーモデルによる一体評価によって、新株予約権が行使され社債の償還権が消滅したり、発行会社の繰上償還の可能性をも考慮しようとするときには、どの時点で新株予約権が行使され、また発行会社による繰上償還が実施されるのかについて、予め一定のシナリオを設定する必要があるであろう。そして、それらのシナリオをどのように設定するかによってCBの評価額は大きく変動しうるが、シナリオ設定について確立した方法がないかぎり、推計者の恣意が入る危険が大きいからである。

一体評価による場合も、CBの価値評価にあたって、発行会社の信用リスクを考慮できる点では、分離評価の場合と変わらない。このときには、CBの保有から得られる将来キャッシュフロー評価額を現在価値に引き直すにあたり、シナリオで設定された新株予約権（転換権）行使時点までの期間について、発行会社の信用リスク・プレミアムを付加した割引率を用いることになるであろう。しかし、そのことは反面で、分離評価の場合と同じく、発行会社の信用リスク・プレミアムをどのように算定すべきなのかという問題をもたらす。また、一体評価と分離評価のいずれによるときであっても、それぞれ適当なオプション評価モデルにどのようなパラメータが代入されるのかによって、価値評価額が大きく変わってくるという問題も残されている。

(3) 結局のところ、分離評価と一体評価には、そう大差ないというのが現実であるように思われる。いずれの方法によっても、CBの価値を画一的に算定することはできず、どうしても価値評価額にはかなりの不正確さが残るというわけである。これはオプション評価モデルの内在的な限界というべきものであろう。

その結果、発行会社による恣意的なCB価値評価が行われ、有利発行規制が蟬脱される危険も大きいことになるが、そうした危険を少しでも減じるためには、解釈論として、CB発行について詳細な内容の公告を要求すべきであろう。すなわち、CB発行にかかる公告においては、①どのようなオプション評価モデルを利用したのか、②オプション評価モデルにどのような数値のパラメータを代入したのか³⁰、③とくにボラティリティと発行会社の信用リスク・プレミアムの数値については、どのような方法で算出したのか³¹、さらに④一体評価による場合には、新株予約権の行使時期や発行会社による繰上償還時期について、どのようなシナリオを設定したのか、まで開示しなければならない。そして、これ

らの記載のいずれかを欠くときには、適法な公告があったとは認められず、少なくとも発行差止め（商341条ノ15第4項・280条ノ10、会247条1号）の対象になると解される。

また、既述のようなオプション評価モデルの内在的な限界のゆえに、CBの公正価値の評価額にはかなりの幅を許容せざるを得ないとするとき、それに加えて、ディスカウント発行まで認められるとなつては、有利発行規制の実効性はますます小さいものとなってしまふ。したがって、一体評価と分離評価のいずれによるかを問わず、CBの価値評価額を少しでも下回るような払込金額が定められるかぎり、そのCB発行は常に有利発行に該当すると解すべきではなかろうか³²。

四. MSCBの発行と有利発行規制

このように、CBの価値評価については重大な問題が認められるが、転換価額修正条項付CB（MSCB）³³になると、問題はさらに深刻である。そのことを明らかにするために、まずはMSCBのスキームから見ていくことにしよう。

1. スキームの概要³⁴

MSCBのスキームは、大きく分けて、2つの特徴を持っていると言ってよい。1つは、転換価額修正条項が付されている点であり、もう1つは、証券会社に対する第三者割当発行という形がとられる点である。後者の点については、海外における機関投資家向けの私募発行という形がとられるケースも少なくないが、それによってスキームの本質が変わるわけではない。

(1) おおよそ転換価額修正条項は、修正の頻度、修正転換価額の算定基準、上方修正条項、下方修正条項という4つから構成されるが、それぞれについて個々のMSCBごとに、内容はかなり多岐にわたっている。

まず修正の頻度は、1回や2回のみというものから、毎月や毎日というものまで存在す

る。次いで、どのような転換価額に修正するのかという修正転換価額の算定基準は、修正日前の30日～3日の取引日終値の出来高加重平均価格や終値の90%から98%の範囲で定めるのが一般的である。

さらに、転換価額を修正するといっても、下方だけに修正するのか（下方修正条項）、それとも上方にも修正するのか（上方修正条項）という違いが認められる。この点、上方修正条項が付されていれば、MSCB発行後に株価が上昇したとしても、新株予約権（転換権）の行使にともなう株式価値の希薄化が抑制されるため、既存株主の保護に資すると言われている。もっとも、本来、そうした既存株主の持株価値の希薄化（逆に言うとMSCB保有者の経済的利得）をもたらすような株価上昇の可能性は、CBの発行時に、後述するようなオプション評価モデルによるCBの価値評価にあたって当然に考慮され、その発行価額に反映させられるべきものである。したがって、CBの価値評価と発行価額の決定が適正になされているかぎり、結果的に株価が上昇したとしても、必ずしも既存株主が不当な損害を被ることはないであろう。その意味で、発行会社による随時繰上償還条項が付せられるということ自体が、オプション評価モデルによるCB価値評価の限界を示していると言えるかもしれない。

他方、下方修正条項は、MSCB発行後に株価が下がってしまったために、MSCBの保有者が新株予約権（転換権）を行使しないという選択をする結果、発行会社が社債の償還負担を免れることができないといった事態に対処するものと説明されている。ただ、この下方修正条項が付されていると、株価の下落にともない転換価額が引き下げられ、新株予約権（転換権）行使によって発行される株式数が増加することになる。そして、そのことが株式価値の希薄化をもたらす結果、さらに株価の下落が進展するというスパイラルな株価下落の危険もでてくると言われる。そこで、

このような危険に対処するために、転換価額修正の下限が設定されるとともに、発行会社による随時繰上償還条項も付されるというわけである。

(2) MSCBのスキームのもう1つの大きな特徴は、証券会社に対して第三者割当発行されるという点であろう。ここで、MSCBを引き受けた証券会社は、自分で市場の状況を見ながら、小刻みに新株予約権（転換権）を行使して新株の発行を受けたいと、その株式を国内外の機関投資家や株式市場に売却することが予定されている。もとより、MSCB発行後に株価が下落すれば、証券会社は必ずしも新株予約権（転換権）を行使できないことになるが、そうした事態を回避するために下方修正条項が付されているのは既述のとおりである。こうして証券会社は、かなりの確率で新株予約権（転換権）を行使することができるので、もともと長期間MSCBを保有する意図をもっていないとされ、そのことを裏付けるかのように、實際上、MSCBの多くは2年債というように償還期限が短く設定されるのが通例である。

とはいえ、下方修正条項が付されている場合であっても、同時に転換価額修正の下限が設定されているときには、その下限転換価額を株価が下回ってしまうと、やはり証券会社为新株予約権（転換権）を行使することができなくなってしまう。そこで、そうした事態に対処する観点から、MSCBの保有者による随時繰上償還条項も併せて付されることが少なくない。

(3) このようにMSCBの発行は、小刻みに普通株式を公募発行するのと実質的に変わらないことになるが、ただ発行会社としては、普通株式の小刻みな公募発行の場合と比べて、手続的な負担が小さいというメリットがあるとされる。すなわち、MSCBの発行による際には、商法上の公告は、MSCBの発行時に一度おこなうだけで良く、また、証券会社の引受審査資料にもとづく審査もおこなわれな

いなど、デュー・ディリジェンスの手続も簡便で済むというわけである。後者は、公募発行の場合と異なり、証券会社には不実開示責任についての証券取引法上の規定（証取21条1項4号）が適用されないという認識によるものであろう。もっとも、こうした発行会社のメリットは、反面で、株主や投資者に対する情報開示の後退を意味するものであることが看過されてはならない。

2. 有利発行かどうかの判断基準

(1) 問題は、こうしたMSCBの発行について、どのような基準によって有利発行であるかどうかを判断すべきかである。この問題に言及する文献はほとんど見当たらないが、1つの見解として、新株発行の場合と同様の判断基準によるべきことが主張されている³⁵。すなわち、CBと異なり、MSCBは満期までの保有を前提としていないため、オプション評価モデルによる評価に馴染まない。むしろ証券会社が新株予約権（転換権）を行使した場合には、修正された転換価額（典型的には時価の90%程度）相当額で新株発行を行うこととする場合と基本的に異ならない。そして、日本証券業協会は、株主総会特別決議を経て発行される場合以外の第三者割当増資の発行価額について、発行決議日の直前の終値の90%以上に定めるべきとしており³⁶、しかも、こうした自主ルールを裁判所が尊重していることから³⁷、これをMSCB発行の場合にも適用すべきであると言うのである。こうして、MSCBの修正転換価額が修正日の株価の90%以上に定められているかぎり、そのMSCBの発行は常に有利発行に該当しないと主張されている。

(2) しかしながら、このような見解には問題が多い。第1に、たとえMSCBが満期までの保有を前提としていないといっても、満期まで保有しようと思えばできるわけであるから、必ずしもオプション評価モデルによる評価に馴染まないとは言えない。

第2に、MSCBについて、転換価額が毎日

修正されるのであればともかく、そうでないかぎりは、實際上、転換価額が時価の90%未満の時点で、新株予約権（転換権）が行使されるケースが少なくないと推測される。MSCBに上方修正条項が付いていない場合にも、その可能性は大きいであろう。また、たとえ上方修正条項が付されている場合であっても、その修正転換価額に上限が設定されており、しかも、その上限を超えるほど株価が上昇すれば、やはり転換価額が時価の90%未満の時点で、新株予約権（転換権）が行使されることになる。もとより、MSCBに発行会社による随時繰上償還条項が付されており、しかも、修正転換価額の上限を超えて株価が上昇すれば、必ず発行会社が繰上償還を実施するというのであれば、問題はないかもしれない。しかし、後述するとおり、株価がMSCBに付された新株予約権の行使価額を大きく上回る場合に、発行会社による確実な繰上償還の実施を期待できるのかは疑わしい。

第3に、MSCBについて、仮に新株発行の場合と同様の判断基準によっても問題ない場合がありうるとしても³⁸、それでは果たしてどのような場合に、新株発行の場合と同様の判断基準を適用すべきなのか、の境界線は明らかではない。

第4に、仮に新株の発行価額（払込金額）について10%のディスカウントが認められるとしても、それは、発行決議日から新株の効力発生日までの間に株価が下落する可能性や、それにとまう発行予定新株の消化可能性といった事情が考慮されているためである³⁹。しかし、MSCBの保有者（証券会社）は、柔軟にリスクをコントロールすることができるから、新株発行のケースとは事情が異なるであろう⁴⁰。証券会社は、市場の状況を見ながら、いつ新株予約権（転換権）を行使して新株の発行を受けるのか、また、どれくらいの数の新株の発行を受けるのかを、自ら選択することもできるのである。

したがって、「MSCBの修正転換価額が修

正日の株価の90%以上に定められ、発行会社による繰上償還条項が付されているかぎり、そのMSCBの発行は常に有利発行に該当しない」ことにはならないと言うべきである。

(3) そうすると、やはりMSCBについても、その他のCBと同様の基準によって、有利発行かどうかを判断する他ないであろう。ただ、MSCBに関するかぎり、その分離評価はかなりミスリーディングであることには注意が必要である。なぜなら、MSCBの場合は、その他のCBの場合とは異なり、転換価額の修正にともない新株予約権の目的株式数が変動するにもかかわらず、分離評価をする場合には、その目的株式数の変動がまったく考慮されないからである。したがって、MSCBについては、常に、2項（多層）ツリーモデルなどによって社債部分と新株予約権部分とを一体的に評価したうえで、その評価額と発行価額とを比較することにより有利発行かどうかを判断すべきであると解される⁴¹。

もっとも、深刻な問題として、MSCBの場合には、他のCBと比べて、一体評価のときに必要となるシナリオの設定がより困難なものとなってしまふ。すなわち、既述のとおり、MSCBを引き受けた証券会社が市場の状況を見ながら徐々に新株予約権（転換権）を行使することが予定されているために、新株予約権行使時期に関するシナリオをどのように設定するのが適切なのかは必ずしも明らかではない。また、MSCBが発行される背景には、それ以外の方法での資金調達が難しいという事情があるケースも少なくないであろう。そして、このときには、MSCBの発行会社は繰上償還できるだけの資金的余裕に乏しいことが多いと考えられるから、発行会社による繰上償還時期についても、そのシナリオ設定は困難なものとなる。その結果、実務上、それらのシナリオ設定について一定の方法が確立しているのであればともかく、そうでないかぎりには、MSCBの価値評価にあたって推計者の恣意が入る危険は大きく、そのことは

MSCBの価値評価額をますます信頼性の乏しいものとしかねない。

それにもかかわらず、MSCBの価値評価については、他に方法が見当たらないから、その評価額については、CBの場合以上に広範な幅を許容せざるを得ないというのが現状であろう。したがって、その分、発行会社による恣意的な価値評価が行われる危険も大きいことになるため、MSCBの発行にあたっては、他のCBの場合と同じく、詳細な内容の公告を要求すべきであると解される⁴²。この点、とくにMSCBの価値評価（一体評価）にあたって設定したシナリオについては、それを開示させる必要がより一層大きいといえるであろう。そして、必要な記載を欠く公告は違法であって、少なくともMSCB発行の差止事由となること、また、ディスカウント発行は常に有利発行に該当すると解すべきことも、他のCBの場合と変わらない。

五. 結びに代えて

これまで見てきたとおり、CBとくにMSCBの価値評価額については、かなり大きな幅を許容する他なさそうである。まさに評価額があつてなきが如しというような状況であり、その点では、株式の市場価格のない閉鎖会社の新株発行の場面に極めて類似すると言ってよい。その結果、発行会社による恣意的なCBの価値評価が行われる危険が大きい一方、取締役会による裁量権濫用がよほど明らかでないかぎり、有利発行が認定される可能性は小さいように思われる。

こうした意味で、MSCBを含むCBについては、そもそも現行商法や新会社法における事前の有利発行規制が有効に機能するための前提が欠けていると言わざるを得ない⁴³。とくにMSCBについて、その発行が増加の一途を辿っているのは、恣意的な価値評価がしやすいことを奇禍として、商法上の有利発行規制を蟬脱しようとした結果であるようにも見

えるが、果たしてそうした見方は邪推なのであろうか⁴⁴。現在の実務で、あまりに内容の乏しい公告しか行われていないこと、さらに、新株発行などの方法でも資金調達が可能であるように見える会社までが、MSCBを発行しているという現状に鑑みると、疑念は深まるばかりである。

他方、総会特別決議を経ずにおこなったCB（MSCBを含む）の発行について、仮にそれが事後的に有利発行に該当するとされたとしても、やはり既存株主に十分な救済が与えられるかどうかは必ずしも明らかではない。第1に、総会特別決議を欠くCBの有利発行は無効にならないとする見解が多いが⁴⁵⁴⁶、仮に適法な公告がなく、しかも有利発行に該当するのであれば、それらの事情はCB発行の無効事由を構成するとされる可能性は残されている⁴⁷。しかし、CB発行後すぐに新株予約権（転換権）が行使され、新株が発行されるケースも考えられるところ、そのケースでは、CB発行の無効によっては対処できないにもかかわらず、新株発行の差止めや無効の訴えが認められるかどうかは明らかではない。また、たとえ新株予約権（転換権）が行使されていないとしても、MSCB以外のCBについては、公募発行がなされた結果、CBが発行後すぐに流通市場に埋没してしまうケースが少なくなく、そもそもそのようなケースにおいて、実際にCB発行を無効とできるのかは多分に疑わしい⁴⁸。

第2に、近時、有利発行に基づく取締役の責任は、会社に対する関係では生じず、既存株主は取締役の対第三者責任を追及しうるにすぎないとする見解がかなり有力になりつつある⁴⁹。しかし、この見解によると、既存株主は代表訴訟によって取締役の損害賠償責任を追及することが許されないから、既存株主の損害が平等に回復される途が閉ざされてしまうことになる。また、株主の持株比率の小さい場合には、その損害賠償請求に違法抑止効果はあまり期待できないことになるし⁵⁰、

どの株主にどのような損害が生じているのか、その損害額の算定についても困難な問題が生じうる⁵¹。

第3に、既存株主は、有利発行について取締役（執行役）と引受人との間に通謀がある場合には、その引受人の責任を代表訴訟により追及することもできる（商341条の15第4項・280条の11・商特21条の36第2項、会285条1項2号）。この点、MSCBの場合には、引受人である証券会社がスキームを提供するだけでなく、価値評価にあたってアドバイザー的な役割を果たしていると推測されるので、証券会社と取締役（執行役）との間に通謀があったと認定される可能性は小さくない。これに対し、MSCB以外のCBの場合には、証券会社が引受人となるケースはあまり見られないため、やはり既存株主の救済に問題が残ることになる。

もとより、これらの事後的救済にかかる問題は、CBやMSCBの発行に固有のものではないから、新株発行や新株予約権の単体発行の場合をも併せた包括的な検討がなされなければならないであろう。また、法政策として、有利発行の場合にかぎって総会決議の手続を求める現行方式の規制が妥当なものなのかも問題となりうるが、それらについては稿を改めて論ずることにしたい。

注

1 近時、ニッポン放送の支配権をめぐるライブドアとフジテレビの紛争が大きな話題となったが、その両社とも、ニッポン放送株式の取得のための資金調達方法として、MSCBを発行していた。借入れによる企業買収としては、金融機関からのノンリコース・ローンを中心とした資金調達によって企業買収をおこなうLBOが良く取り上げられるが、社債、それもMSCBの発行だけによって資金を調達して買収をすることも可能であるということであろう。もっとも、仮に現行商法の発行規制が十分なものであったとしたら、今回のようなMSCBは発行されなかった可能性は小さくないように思われる。

2 前田雅弘「新株予約権」ジュリ1295号52

- 頁注17(2005年)は、このようにCBの募集事項を定めるかぎり、新株予約権の行使に際して出資されるのは、社債そのものではなく社債の償還金という金銭であるとすることができるから、新株予約権の行使にかかる現物出資規制(会284条)は及ばないとされる。
- 3 藤田友敬「オプションの発行と会社法〔上〕——新株予約権制度の創設とその問題点」商事1622号19頁(2002年)参照。
 - 4 後述するように、現在の実務では、CBやMSCBの発行にあたり、新株予約権の発行価額を無償とするという取扱いがなされており、おそらくは新会社法の下でも、そのような取扱いが承継されることになるのであろう。したがって、CBやMSCBについては、新株予約権部分の払込金額を無償とする理由の開示が重要となる。
 - 5 たとえば、原田晃治「平成13年改正商法(11月改正)の解説〔Ⅱ〕——株式制度の改善・会社関係書類の電子化等——」商事1636号24頁(2002年)、仮屋広郷「新株予約権・新株予約権付社債」ジュリ1220号29頁(2002年)、江頭憲治郎・株式会社・有限会社法〔第4版〕652頁(有斐閣、2005年)参照。このような解釈論の根拠としては、新株予約権の発行条件のうち、ある条件は引受人にとって有利であるが、別の条件は逆に発行会社にとって有利であるケースも考えられるなど、具体的にどのような発行条件が定められているか、「特二有利ナル条件」に該当するのかの判断は困難であることも挙げられるであろう。
 - 6 代用払込みが認められるタイプの非分離の新株引受権型新株予約権付社債についても同様のことが当てはまる。
 - 7 もっとも、そもそも価値がゼロに近いような新株予約権を単体で発行することに、果たして経済的な合理性が認められるのかどうかは問題となる。
 - 8 現行商法の下では、そのような解釈がとられることが多い(たとえば江頭・前掲(注5)652頁参照)。
 - 9 後掲(注32)参照。
 - 10 なお、CBには、新株予約権の目的株式の分割や併合にともない、転換価額を修正する旨の条項が付されるのが通例である。しかし、そうした転換価額の修正は、CBの価値評価にはあまり影響を及ぼさないから、問題にする必要はないであろう。本稿で、「転換価額修正条項」というときには、株式分割・併合にともなう転換価額修正以外の場合を意味する。
 - 11 本来、そうしたCB保有者の経済的利得と既存株主の持株価値の希薄化をもたらすような株価上昇の可能性は、CBの発行時に、後述するようなオプション評価モデルによるCBの価値評価にあたって当然に考慮され、その発行価額に反映させられるべきものである。したがって、CBの価値評価と発行価額の決定が適正になされているかぎり、結果的に株価が上昇したとしても、必ずしも既存株主が不当な損害を被ることはない。その意味で、発行会社による随時繰上償還条項が付せられるということ自体が、オプション評価モデルによるCB価値評価の限界を示していると言えるであろう。なお、以上のことは、MSCBの上方修正条項についても同様に当てはまる(本稿「四1(1)」参照)。
 - 12 日本証券業協会・転換社債に関するワーキング・グループ「商法改正に伴う転換社債の取扱いについて」商事1628号132頁(2002年)。なお、藤田友敬「オプションの発行と新会社法——新株予約権制度の創設とその問題点——〔下〕」商事1623号33頁(2002年)参照。
 - 13 藤田・前掲(注12)34頁は、現行商法341条ノ3第2項の文言が実務の混乱の要因を作り出しているとして、早くから、その文言を修正すべきであるという立法論を主張されていた。
 - 14 上田秀一「新株予約権および新株予約権付社債の会計処理に関する実務上の取扱い——実務対応報告第1号の解説——」商事1628号62頁-63頁(2002年)参照。
 - 15 証券取引法研究会「転換社債型新株予約権付社債2」証券取引法研究会編・転換社債型新株予約権付社債の理論と実務(別冊商事法務266号)40頁〔河本一郎報告〕(2003年)。なお、日本証券業協会・前掲(注12)138頁参照。
 - 16 日本証券業協会・前掲(注12)134頁。
 - 17 江頭憲治郎ほか「(座談会)新株予約権・種類株式をめぐる実務対応〔上〕」商事1628号16頁-18頁〔江頭発言・前田発言〕(2002年)、黒沼悦郎「公開会社における種類株式・新株予約権の効用と問題点」民商126巻4・5号459頁(2002年)、森まどか「新株予約権付社債——新株予約権の発行価額をめぐる問題を中心に——」田邊光政ほか編・最新新会社法をめぐる理論と実務80頁(新日本法規、2003年)、江頭・前掲(注5)665頁、弥永真生「MSCBと新株発行規制」銀行法務21・647号38頁(2005年)。

- 18 藤田・前掲（注12）37頁注52（2002年），森・前掲（注17）82頁。
- 19 原田晃治ほか「改正商法の解説——株式制度の改善・会社関係書類の電子化等」登記研究650号63頁（2002年）。
- 20 森・前掲（注17）89頁。
- 21 分離評価による場合に、新株予約権部分の価値評価額の算出について、ツリーモデルなど、ブラック＝ショールズ・モデル以外のオプション評価モデルを用いることも考えられないではない。もっとも、ツリーモデルでCBを分離すれば、本稿「三3(2)」で後述するような一体評価法と同様の問題が生じるうえに、「三3(1)」で指摘する分離評価法の問題も完全には免れることができないであろう。そのため、ツリーモデルで分離評価をするときには、そのような方法を敢えて採用した理由が問題になりうる。
- 22 江頭・前掲（注5）666頁注1。
- 23 森・前掲（注17）86頁注44参照。
- 24 江頭ほか・前掲（注17）17頁〔江頭発言〕、原田晃治「平成13年改正商法（11月改正）の解説〔IV〕」商事1640号19頁（2002年）、黒沼・前掲（注17）459頁、森・前掲（注17）89頁。
- 25 森・前掲（注17）89頁。
- 26 東京高判平成10年8月20日金判1196号35頁は、総会決議を経ないままCBの有利発行がおこなわれたとして、株主が新株予約権付社債発行無効確認の訴えを提起したケースであるが、このケースでは、発行会社によるCB価値評価にあたって、オプション評価モデルが用いられていなかった疑いもある（久保田安彦「新株予約権付社債発行の無効確認の訴えの可否」判タ1185号96頁以下（2005年）参照）。
- 27 この意味で、そもそも現行商法341条ノ3第1項7号の「社債ノ全額ノ償還ニ代エテ」という文言は正確ではないという指摘がある（江頭・前掲（注5）664頁注1）。なお、既述のように、新会社法上のCBとは、募集事項として、新株予約権の行使があれば社債が償還され（会238条1項6号・676条4号）、常にその償還金額を当該新株予約権の行使に際してする出資の目的物とすることが定められたもの、を意味する（会238条1項1号・236条1項2号）。そのため、法律上は、新株予約権の行使価額は社債の償還金額（通常は額面であり、CBの発行価額と同額）であるとされ、やはり実際の行使価額と齟齬を来していることになる。
- 28 証券取引法研究会・前掲（注15）42頁〔川濱発言〕参照。
- 29 藤田・前掲（注3）25頁注18。なお、仮屋・前掲（注5）29頁参照。
- 30 なお、現行商法の解釈論上、新株予約権の単体発行のケースについては、個々のパラメータの数値の記載が必要であるとする見解が多い（江頭ほか・前掲（注17）13頁〔原田晃治発言〕、受川環大「新株予約権——有利発行規制の検討を中心にして——」判例タ1093号145頁（2002年）、藤田・前掲（注3）19頁）。これに対し、江頭ほか・前掲（注17）12頁－13頁〔江頭発言〕は、ブラック＝ショールズ・モデルによる価値評価は難しいものではなく、しかも、上場会社に関するかぎり、個々のパラメータの数値も容易に入手できるから、その記載は不要であるとされる。しかし、利用されるオプション評価モデルによっては、価値評価方法は非常に複雑なものとなるし、また、必要なパラメータの数値の入手も容易であるとは言えないように思われる。
- 31 証券取引法研究会・前掲（注15）28頁〔川濱発言〕は、ボラティリティーについては、むしろ算出方法の記載が重要であるとされる。
- 32 このような厳格な解釈は、結果として、CBを「誠実に」価値評価しようとする発行会社のインセンティブを削いでしまう危険もないではない。しかし、現在の実務を見るかぎり、誠実な価値評価がおこなわれているケースはあまり考えにくいように思われるから、現段階では、発行会社によるCB価値評価に、可能なかぎりの「枠」を設けることを優先すべきではなからうか。ディスカウント発行が常に有利発行に該当すると解すれば、どのような評価方法によっても正当化できないような払込金額の設定は、少なくとも阻止しうることになる。
- 33 MSCBは、MPO（Multiple Private Offering）と呼ばれることもある。
- 34 この点の記述の全般について、富永康仁「MPOの仕組みとメリット」経理情報1072号8頁以下（2005年）参照。
- 35 新家寛「MPOをめぐる法的問題——有利発行か否か——」経理情報1072号16頁（2005年）。なお、ニッポン放送事件にかかる東京地決平成17年3月11日金判1213号2頁は、新株予約権の単体発行のケースについてであるが、「本件新株予約権は、オプションとしての形式を持つものの、その行使がなさ

- れることが確実であり、かつ、発行後極めて短期間に行使されることが予定されているということができ、そのような観点から、本件新株予約権の発行は、実質的には新株の発行と同一であるということができると述べている。
- 36 日本証券業協会「第三者割当増資の取扱いに関する指針」（平成15年3月11日）。なお、この日証協ルールは、総会特別決議を経ない第三者割当増資の場合、新株の「発行価額は、当該増資に係る取締役会決議の直前日の価額（直前日における売買がない場合は、当該直前日からさかのぼった直近日の価額）に0.9を乗じた額以上の価額であること。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、当該決議の日から発行価額を決定するために適当な期間（最長6か月）をさかのぼった日から当該決議の直前日までの間の平均の価額に0.9を乗じた額以上の価額とすることができる」としている。
- 37 東京地決平成16年6月1日判時1873号159頁参照。
- 38 東京地決・前掲（注35）が述べるような、「本件新株予約権…の行使がなされることが確実であり、かつ、発行後極めて短期間に行使されることが予定されている（傍点筆者）」ケースであれば、新株発行と同様の基準で有利発行かどうかを判断しても良いかもしれない。もっとも、そのようなケースについては、MSCBの一体評価額と実際の発行価額の比較という基準を用いる場合とで、（10%のディスカウントが認められるかどうかという点は別にして）実際にほとんど差は出ないであろう。
- 39 もっとも、新株のディスカウント発行それ自体についても、学説上の強い批判がある（森本滋「新株の発行と株主の地位」論叢104巻2号23頁-24頁（1978年）、井沢和平「判批」ジュリ615号83頁（1976年）、上村達男・会社法改革267頁（岩波書店、2002年））。
- 40 スクランブル「下方修正条項付のCB・優先株式の問題性」商事1705号118頁（2004年）。
- 41 これに対し、弥永・前掲（注17）38頁は、MSCBの場合であっても分離評価によるべきとする見解に立たれているようである。
- 42 もっとも、現在の実務上、MSCBの発行にかかる公告において、CB発行の場合と同じく、情報としての価値が無に等しいような記載しか掲げられていないのは既述のとおりである。
- 43 このような観点から、新会社法では、公開会社でない会社の新株発行について、有利発行規制と第三者割当発行規制とが一本化されている（会199条・200条）。なお、龍田節・会社法〔第10版〕283頁（有斐閣、2005年）も、有利発行に該当しないかぎり、取締役会に新株予約権の発行条件をすべて決定させる現行方式は問題であるとされる。
- 44 もっとも、上場会社の株主の実態に鑑みる時、そもそも有利発行に株主総会の手続を要求することに意味があるのかどうかは問題となりうるが、これについては別稿で論ずる。なお、新株発行の場面について、現行の有利発行規制の廃止を主張するものとして、松井秀征「新株有利発行規制に関する一考察」小塚莊一郎ほか編・商事法への提言（落合誠一先生還暦記念）371頁以下（商事法務、2005年）参照。
- 45 江頭憲治郎ほか「（座談会）新株予約権・種類株式をめぐる実務対応（下）」『商事法務』1629号7頁〔江頭発言、武井発言〕、江頭・前掲（注5）640頁。
- 46 現行商法上、そもそも新株予約権付社債発行無効確認の訴えは認められないとした裁判例もあるが（東京高判・前掲（注26））、これには学説の批判が強い（久保田・前掲（注26）参照）。なお、新会社法では、新株予約権付社債発行の無効の訴え、および不存在確認の訴えについて明文の規定が設けられている（会828条1項4号、829条3号）。
- 47 判例は、新株発行のケースについて、そのような解釈を採用している（最判平成9年1月28日民集51巻1号71頁、最判平成10年7月17日判時1653号143頁）。
- 48 上村・前掲（注39）269頁は、違法な新株発行のケースについて、それが不特定多数の投資家に対して発行され、流通市場に埋没してしまった場合には、これを無効にするとしても技術的に極めて困難であることを古くから強調されていた。
- 49 藤田・前掲（注12）注34参照。なお、新株発行のケースにつき、そのような見解に立つものとして、たとえば吉本健一「新株の有利発行と取締役の責任」判時1534号153頁（1995年）、杉田貴洋「新株の有利発行と会社の損害」法学政治学論究425頁以下（1999年）、藤田友敬「株式会社企業の金融(2)」法教265号72頁（2002年）、伊藤靖史「株主総会の特別決議を経ないでなされた有利発行と株主代表訴訟」商事1703号44頁以下（2004年）参照。

- 50 北川徹「新株の有利発行と利益相反が株主代表訴訟で争われた事例」ジュリ1245号211頁（2003年）参照。なお、新株発行の場合には、有利発行にかかる取締役の対第三者責任追及事案のほとんどが支配権争奪紛争に伴うものであるから、原告株主は大株主であり、その責任追及にも大きな違法抑止効果を期待することができた。これに対し、CBやMSCBの有利発行のケースは、支配権争奪紛争を伴わないことが少なくないため、新株の有利発行の場合とは事情が異なる。
- 51 有利発行後に株式を取得して株主となった者に、損害は生じているのであろうか。株式の市場価格がCBの有利発行にともなう株式価値の希薄化をすぐに反映するのであれば、有利発行後の株主には損害が生じていないことになりそうである。しかし、実際に日本の株式市場がそこまで効率的であるのかどうかは明らかではない。以上のことは、有利発行後に株式を売却した株主についても、逆のかたちで問題となる。