

# 新しいファイナンスをめぐる問題について

—MSCB および新株予約権をめぐる—

松 尾 順 介  
大 杉 謙 一  
岡 村 秀 夫

## 要 旨

1990年代以降、上場会社のエクイティ・ファイナンスの主流は、公募から第三者割当てへと傾向的に変化してきたが、さらに最近では、新株予約権付社債あるいは新株予約権を単独で大量に発行し、第三者割当てを行う事例が多く見られるようになっている。MSCB（転換価額修正条項付き転換社債）はその一例であるが、権利内容を様々に工夫した新株予約権による資金調達も行われ、エクイティ・ファイナンス手法の多様化が進展している。

このような最近の事例には、経済的に見て歓迎すべきものと問題含みのものとの混在しており、ファイナンスを実施したことによって、大幅な株価下落が生じ、投資家・株主の不信感を強めるような事例も報告されている。

本稿では、このようなファイナンスの現状を考察した上で、歓迎すべきファイナンス手法を抑圧せず、規制すべきファイナンス手法を抑止するための法制度（会社法の解釈や証券取引所の自主規制）について検討を加える。なお、本稿の結論は、以下である。日本の会社法は、企業のエクイティ・ファイナンスに対して価格の妥当性（有利発行規制）と支配権へのインパクトの許容性（不公正発行）という観点からの規制を置いている。しかし、MSCBおよびこれに類する近時のファイナンス手法は、情報の非対称性が大きく株価が企業を過大評価ないし過小評価している状況では時価で公募増資を行うことができないという問題への対処として開発されたものであり、このようなファイナンスに対して従来通りの有利発行規制を及ぼすことには過剰規制の疑いが生じる。他方、「会社経営者が既存株主の利益につながらないエクイティ・ファイナンスを行うかもしれない」という問題（経営者の規律付けの不足）について、日本法が及ぼしている不公正発行規制は不十分である。この法規制の不足に対処するためには、自主規制機関による自主規制を整備するとともに、取締役には、新株予約権の発行によって会社・既存株主の利益を損なうことをしないという義務があり、その具体化として上記規制を位置づけるべきである。

目次

- I. はじめに
- II. 近年のファイナンス事例
  - 1. 概観
  - 2. MSCB によるファイナンス
  - 3. 類似のファイナンス
  - 4. 不透明なエクイティ・ファイナンスの事例
- III. 新しいファイナンス手法の評価
- IV. MSCB の法的検討
  - 1. 問題の所在
  - 2. 有利発行についての従来の議論
- V. 第三者割当ての法的検討
  - 1. 問題の所在
  - 2. わが国のかつての自主規制
  - 3. イギリスの規制
  - 4. アメリカの規制
  - 5. 日本法への示唆
- VI. 結びに代えて

I. はじめに

90年代以降、上場会社のエクイティ・ファイナンスの主流は、公募から第三者割当てへと傾向的に変化してきたが、さらに最近では、新株予約権付社債あるいは新株予約権を単独で大量に発行し、これを特定の者に割り当てる（第三者割当て）という事例が多く見られるようになってきている。MSCB（転換価額修正条項付き転換社債）その一例であるが、権利内容をさまざまに工夫した新株予約権によるファイナンスも活発に行われ、エクイティ・ファイナンス手法の多様化が進展している。

このような最近の事例には、経済的に見て歓迎すべきもの（仮にこれを「良いファイナンス」という）と問題含みのもの（同様に「悪いファイナンス」とする）とが混在している。ファイナンスを実施したことによって、大幅な株価下落が生じ、投資家・株主の不信感を強めるような事例が報告されている。

本稿では、このようなファイナンスの動向を紹介し、具体的な事例を考察した上で、歓迎すべきファイナンス手法を抑圧せず、規制すべき

ファイナンス手法を抑止するための法制度（会社法の解釈や証券取引所の自主規制）について検討を加えるものである。

II. 近年のファイナンス事例

1. 概観

近年のファイナンス事例を大まかに分類すると、歓迎できる場合として、第一に、公募による新株発行がしばしば株価の下落を招くことから、株価へのインパクトを緩和するやり方が証券会社などによって模索されていることが挙げられる。実質は公募による資金調達であっても株式への転換時期を長期間にわたるものとする仕組みを作るわけである。つまり、新株発行による資金調達は、調達資金が有効に投資され、利益の拡大や企業価値の向上に寄与すれば、株価上昇につながる可能性を含んでいる反面、1株あたり利益を低めると同時に需給関係も悪化させるために株価下落につながる可能性も含んでいるが、実際には株価が下落している場合が多いようである<sup>1)</sup>。これは、増資によって企業価値が向上するためには相当な期間を要するの

に対して、増資直後から需給関係が悪化することが一因となっていると思われる。その背景としては、①インターネットでの証券取引の拡大に伴い、大手証券会社の個人販売ネットワークが縮小し、短期間に大量の公募新株を販売することが困難になったこと、②投資判断要素が多様化し、個人投資家も機関投資家もそれぞれ独自の判断基準を持つようになってきたため、証券会社が一時点の特定値（公募価格）を決定した上、その営業力で販売する方式と、投資家との間にミスマッチが発生してきたこと、などが指摘される。

第二に、会社の財務力が低下し、公募による新株発行が困難となっている会社であっても、MSCBや新株予約権の第三者割当てなどにより資金調達を行い、企業を建て直すことができる場合がある。この場合、当該企業の収益力が慎重に測定され、公正な発行条件（発行価格や転換条件など）が設定されるならば、つまり既存の株主から新しい投資家への価値移転が生じないならば、そのようなファイナンスは経済的厚生を高めるものということができる。

反面、問題点として、大量の新株予約権等の発行が、企業の支配権に関して不公正な影響を与える、あるいは既存の株式を大幅に稀釈化し、それによって株価が暴落するような事例も散見される。さらに、発行会社側から買い受け先に対して、貸株が行われる場合、買い受け先は空売りを繰り返し、それによる株価変動によって利益を獲得することができるが、その間に株価は乱高下し、一般投資家が損失を被る可能性が発生する。

以下、MSCBと新株予約権によるファイナンスについて、事例に即して考察する。

## 2. MSCB によるファイナンス

転換価額の修正条項を付した転換社債は、1996年5月に発行された三井金属鉱業債を嚆矢として、その後3ヶ月ほどの間に21本（総件数63本）が発行された。修正条項付転換社債の発行は、当時の大蔵省が1995年12月と1996年3月に示した「証券分野の規制緩和等について」に基づくものであり、当時の軟調な株式市場を反映した措置であった<sup>2)</sup>。ただし、当時の修正条項は、修正は1回ないし2回程度であり、MSCBのような頻繁な修正を行うものではなかった。したがって、近時のMSCBの特徴としては、単なる修正条項付というより、その修正頻度が大きいことが挙げられる。

現在、大手証券会社が扱うMSCBは、第三者割当て方式で発行されている。つまり、単数または複数の証券会社がこれを全額買受ける場合がほとんどであるが、このような発行方式の端緒は、国内系証券会社を割当てとするものでは、2003年12月22日発行決議のいすゞ自動車債（発行額：300億円、割当て先：野村証券）、同日発行決議の東京都民銀行債（発行額：30億円、割当て先：野村証券）であり、外資系証券会社を割当てとするものでは、2003年10月17日発行決議の双日ホールディングス（発行当時は、ニチメン・日商岩井ホールディングス）債（発行額：50億円、割当て先：リーマン・ブラザーズ証券<sup>3)</sup>）である。MSCBが良く知られるようになったきっかけは、ニッポン放送株買収の資金調達のための、ライブドアによる発行（発行決議：2005年2月、発行額：800億円、割当て先：リーマン・ブラザーズ・コマース・コーポレーション・アジア・リミテッド）であったが、それ以前からMSCBがかなり利用されて

いたことがわかる。なお、上記の3例のスキームは以下である。

① いすゞ自動車債 当初転換価額：216円、  
修正条項：発行後毎月第3金曜日（以下「決定日」）の翌取引日以降、転換価額は、決定日まで（当日を含む）の5連続取引日の東京証券取引所における普通株式の普通取引の毎日の終値（気配表示を含む）の平均値の90％に相当する金額に修正される。下限転換価額は108円、上限転換価額は432円である。

② 東京都民銀行債 当初転換価額：1926円、  
修正後転換価額：上記いすゞ自動車債と同様の計算方法を用いて算出した平均値の95％である。下限転換価額：1540.8円、上限転換価額：2889.0円である。

③ 双日ホールディングス債 当初転換価額：740円、  
修正後行使価額：決定日を第1金曜日とし、その決定日を含む5連続取引日の終値の平均値または当該決定日の行使価格の75％に相当する価額の高い方の1円未満切捨ての金額（決定日金額）が、当該決定日の行使価額を下回る場合、この決定日金額に修正される。下限転換価額：当初行使価額の30％（222円）、上限行使価額の定めはない。

上記の3例は、それぞれの修正条項に差はあるものの、業績悪化の中で低下した財務体質を改善するための資金調達であることが共通している。

さらに、業績悪化企業による利用に限らず、より広く公募市場の難点を回避する手法としてMSCBを位置づけ、専門的に取り組んでいる証券会社として、ウェル・フィールド証券がある。同社は、野村証券でMSCBを手がけた安田道男氏が2005年3月に設立した証券会社（設立当初は、ビービーネット証券）であり、現在

MSCBや新株予約権を中心に引受を行っている。同社が設計したMSCBは、証券会社が当該ポジションを長期間保有することで、需要創出期間の長期化を図り、株式発行の時間分散を企図するとともに、多様な株価水準での投資機会を提供するものである。

同社の指摘するMSCBのメリットとは、①MSCBの割当先の証券会社は、長期間にわたって新株の買い手を捜すことができる、②転換時点で株価水準が異なるため、投資家への販売価格も異なることから、各投資家は自らのターゲット価格で購入することが可能になる、③割当先の証券会社が市場動向を考慮した時間分散売却を行うことにより、株価下落圧力の軽減を図ることができる、④株価が上昇した場合、転換価額が上方修正されることから発行株数を低減できる、⑤発行会社の判断により、ゼロコストで繰上げ償還できる、⑥公募増資よりも短期間で発行でき、機動的な資金調達ができる、などである。

このようなMSCBのメリットを実現するために、同社は①株価への配慮を最も重視し、より多くの投資家に相対売却を行う、②再生企業だけでなく、広範囲な発行会社にとって利用可能でありかつ株主・発行会社双方にとって有益なファイナンス手法となるよう注力する、③MSCBのマイナス評価を払拭し、ファイナンス手法の王道的手法として定着させる、といった点に配慮し、希薄化と株価のDeath Spiralを抑制することを企図している。

このような同社のMSCB開発方針は、公募市場の問題点を踏まえ、整合的に構成されたものと考えられる。なお、同社が割当先になったMSCB実績としては、ビービーネットの第2回無担保転換社債型新株予約権付社債（2007年

5月25日取締役会決議、発行総額2億円)および第3、4回無担保転換社債型新株予約権付社債(2007年7月12日取締役会決議、発行総額計6億円)である。

他方、このような証券会社の買受けによるMSCBが発行される以前から、海外CBや私募CBなどという名称で、実態の不透明なCBが発行されていることが問題視されていた<sup>4)</sup>。それらの指摘から、問題の海外私募CBの特徴は、以下のように整理できる。

- (a) 発行会社は、実質的に債務超過状態の経営不振の中堅上場企業であり、再建計画にも目処が立たず、格付けも低いために公募発行が不可能で、銀行融資もままならない会社である。なお、同一会社が短期間に連続して発行する傾向がある。
- (b) 発行する転換社債のスキームには、転換価額下方修正条項が付されており、きわめて頻繁に(極端なケースでは毎日)また大幅に下方修正が繰り返され、株式転換に対する据え置き期間もきわめて短い。そのため有利発行の疑いがもたれるケースもあるが、リーガルオピニオンをとった上、株主総会決議を得て発行されるケースもあり、スキームや手続きは少なくとも明白に違法であるとはいえない。
- (c) 当該転換社債の投資家は、タックスヘイブンに籍を置く海外投資ファンドとなっているが、その実態は全く不透明で、国内の仕手筋やヘッジファンドが関係する場合もあると伝えられている。また、私募CB発行会社とそのような投資家とを仲介する業者の暗躍が伝えられている。
- (d) 発行後株価が急騰するケースがあり、その際株価操作やインサイダー取引の疑いが取り

ざたされ、実際に証券取引等監視委員会による摘発例も出ている<sup>5)</sup>。

私募CB発行に係る不透明な流れは、簡略化すれば、おおよそ以下のような図式で説明されている。①経営不振のA社に対して、仲介者が私募CB発行を斡旋、Xファンドを紹介し、同ファンドを全額買取先として私募CBを発行させ、A社の資金調達を実現する、②Xファンド側はA社株式を借り入れ、空売りが仕掛けられるように準備する。③A社株式に対して株価操作等が行われ、株価が高騰したところで空売りを仕掛け、空売りによる利益を手にする。④株価が下がりきったところでCBを転換し、現物株で返済する(あるいは小刻みに株価操作と空売りを繰り返し、その過程でCBを株式に転換し、利益をあげる)。⑤再度私募CBを発行させ、前述の流れを繰り返すが、その過程で発行株式数は増加し、株価操作によっても株価が反応しなくなるほどに低迷すると、A社はXファンドから見捨てられる。おおよそこのような図式であるが、それぞれの個別事例では、相当複雑な資金の流れが構成されているようであり<sup>6)</sup>、不透明な部分が大いなのが事実である。

ただし、現在では、株価操作に対する証券取引等監視委員会や証券取引所の監視が強まったこともあり、不透明な私募CBは減少したといわれているが、ここで重要なことは、このような不透明な私募CBとMSCBとの相違点である。まず、社債のスキームという点では、私募CBのほうが転換価額の修正頻度が高いこと、下方修正が大幅であること、または転換権行使の据え置き期間が短いなどといった指摘もあるが、それらの点は必ずしも明確ではない。次に、発行会社の信用リスクは、私募CB発行体

図表1 転換社債発行状況

年	国内						海外	
	公募発行		公募以外の発行		合計		銘柄数	金額(百万円)
	銘柄数	金額(百万円)	銘柄数	金額(百万円)	銘柄数	金額(百万円)		
2004年	20	211,000	58	350,453	78	561,453	146	1,725,810
2005年	9	65,000	119	824,689	128	889,689	50	431,525
2006年	15	553,000	115	870,570	130	1,423,570	50	1,195,616
2007年	4	35,000	38	92,192	42	127,192	35	740,225
2008年(1~8月)	0	0	17	325,475	17	325,475	21	578,325

〔出所〕日本証券業協会の統計資料「平成15年及び平成16年12月までにおける増資等の状況」から「平成19年及び平成20年8月までにおける増資等の状況」、「公社債発行額・償還額」による。

のほうが高いことが指摘されるが、この点も明確に実証されているわけではない。第三に、買受け側の投資家の差が指摘される。つまり、私募CBの多くは、タックスヘイブンのファンドであり、その実態はきわめて不透明であるのに対し、MSCBは国内外の証券会社あるいはそのグループが買受け先となっており、各種の規制の下に置かれている。この点については、前者は実態が不透明であるがゆえに、市場のレピュテーションによる規律付けが働きにくいのに対し、後者は一定の規律付けが働くものと考えられる。

最後に、MSCB発行額については、公表されている統計は見当たらないが、国内転換社債発行額および国内公募転換社債発行額が日本証券業協会によって公表されているので、前者から後者を引くと、公募以外の転換社債発行額、つまり第三者割当ての額が明らかとなる(図表1参照)。これらのCBには、かなりMSCBが含まれており、さらに前記のライブドア債も海外私募であることを考慮すると、海外発行分にもMSCBが含まれていると思われるが、現在MSCB発行そのものが投資家の不信感を強めることから、その発行は減少し、日本証券業協会の調査では、2008年1月以降の国内上場企業

の発行は3件、約450億円(うち国内2件、海外1件)に過ぎず、発行市場自体が無きに等しい状態になっている<sup>7)</sup>。

### 3. 類似のファイナンス手法

MSCBに代わって関心を集めているのが、新株予約権を含む、類似のファイナンス手法であり、これによる資金調達が増加するとともに、新株予約権の権利内容がさまざまに工夫され、多様化している。ここでは、包括的新株発行プログラム(STEP)、最低資本調達金額保証型ファイナンス(FBF)、行使許可条項付ターゲット・イシュー・プログラム(TIP)、エクイティ・コミットメントラインなどを紹介<sup>8)</sup>し、このようなエクイティ・ファイナンス手法の多様化について検討する。

#### (1) 包括的新株発行プログラム(STEP)

新株発行が需給関係を悪化させ、株価下落を引き起こす可能性があることから、分散的に発行しようとするスキームが、包括的新株発行プログラム(Straight-Equity issue Program: STEP)であり、発行会社と第三者割当てとの間で「第三者割当てによる株式買取基本契約」(包括的新株発行プログラム)を締結した上で

新株を発行するものである。この契約では、予め新株の発行枠が定められており、発行会社がタイミングを判断しながら新株を発行することができる。つまり、普通社債発行における発行登録制度に類似した発行方式であり、新株発行を小口に時間分散することで、希薄化の分散および需給関係の悪化を回避するものである。

この方式を採用したのは、スター・マイカ社であり、同社は2007年5月8日にドイツ銀行ロンドン支店との間で上記の契約を取り交わした。この事例では、契約締結日から2年間の期間において、上限で総数10,000株の普通株式をドイツ銀行に対し、随時割当てるものである。

発行時期は、発行会社の取締役会決議によって決められ、上限10,000株は、A種割当（第1回から第4回まで4,000株）、B種割当（第5回から第7回まで3,000株）、C種割当（第8回から第10回までの3,000株）に区分され、合計10回に分割して発行される<sup>9)</sup>。

このうち、A種割当については、割当ターゲット価格は設定されていないため、増資にかかる取締役会決議の前営業日の終値に0.9を乗じた価額が発行価額となり、割当時期も割当数も発行会社の完全な裁量で決定される。また、B種割当については、ターゲット価格が300,000円以上であることが割当決定の条件とされ、C種割当では、350,000円以上とされている。さらに、割当数量は原則としていずれも1000株であるが、B種割当とC種割当の場合、一定の条件（割当制限条項）の下で減少する。

ここで定められている割当制限条項は、対象期間中の当該株式の3か月平均売買金額が46,919,500円を下回った場合、1回当たりの割当数は500株とし、その後同平均売買金額が46,919,500円を回復した場合、1回当たりの割

当数は1000株とされる。また、対象期間中、3か月平均売買金額が23,459,750円を下回った場合、割当は一時中止され、その後同平均金額が46,919,500円を上回った場合には、1回当たり割当数は500株となる。また、同平均売買金額が75,071,200円を回復した場合、1回当たりの割当数は1000株となる。

このような割当制限条項を導入した理由は、売買金額が低迷した場合、新株発行が需給関係をより悪化させ、株価下落を引き起こすことを回避するためであろうと考えられる。ちなみに、この基本契約締結前日の終値は292,000円、売買金額は50,270,000円、売買金額の75日移動平均は260,290,000円であった。また、5月14日の取締役会決議で、第1回目の割当が行われ、発行価額：1株253,800円で、1000株が発行されている。

## (2) 最低資本調達金額保証型ファイナンス (FBF)

MSCBが株価下落の悪循環（いわゆるDeath Spiral）を生じさせる可能性があることを勘案して設計されたスキームが、この「最低資本調達金額保証型ファイナンス」(Floored Block Finance : FBF)である。その最初の発行例は、グッドウィル社の新株予約権であり、ドイツ銀行ロンドン支店を割当先（第三者割当）として、2007年6月25日に取締役会決議されている。

同方式では、グッドウィル社がドイツ銀行ロンドン支店と「新株予約権買取契約」を締結した上で、グッドウィル社株式400,000株を対象とする新株予約権をグッドウィル社株式の時価の60%で、ドイツ銀行ロンドン支店を割当先として発行する。つまり、これによって、まず

グッドウィル社は同社株式400,000株の条件決定日(7月6日)の時価(終値)の60%相当額を調達することになる。

次に、この新株予約権は3か月以内に全部権利行使(マンドトリー・エクササイズ)が義務付けられており、ドイツ銀行はこの権利を行使して、グッドウィル社の新株400,000株を引き受けなければならない。ただし、権利行使の際はその時点の時価の95%が権利行使価額とされるが、払込金額は、この価額から先に支払った60%相当額を控除した金額となる。

したがって、同方式では、新株予約権の条件決定日の株価×400,000株×60%相当額の資金調達が、最低資金調達として保証された上で、さらに3か月以内の権利行使時点の株価×95%×400,000株-最低保証額の資金調達が追加的に可能になる。ただし、例えば権利行使時点の株価が、新株予約権の条件決定日の株価の60%に下落した場合、追加的な資金調達は行われないうが、あくまでも最低保証金額は保証される。なお、権利行使に際しての行使価額は、行使請求の効力発生日(修正日)とその前日の終値の平均値の95%としている。

発行会社にとって、この方式のメリットとして、以下の点が挙げられる。

- ① 新株予約権の目的となっている株数は、400,000株に固定されており、それ以上の株式発行が行われることはない。したがって、予想以上に希薄化することがない。
- ② 新株予約権の条件決定日の終値の60%相当額の資金調達が最低限確保される。
- ③ 株価動向次第で追加的な資金調達の可能性がある。特に、MSCBで見られたように、希薄化が株価下落を引き起こし、それが発行株数増加をもたらしてさらに希薄化を加速さ

せるといった悪循環が回避されるように工夫されている点は特徴的である。

### (3) 行使許可条項付ターゲット・イシュー・プログラム (TIP)

行使許可条項付ターゲット・イシュー・プログラム(Target Issue Program : TIP)とは、発行会社が新株発行を希望する目標株価(ターゲット価格)を定め、これを行使価額として設定した新株予約権であり、将来の株価上昇を見越して、いくつかのパターンの行使価額によって、段階的に新株発行が可能となるものである。なお、新株予約権の割当先の権利行使に関しては、発行会社の行使許可を必要とすることになっている。

このプログラムを採用したのは、メディネット(2007年2月6日、取締役会決議)、アルファグループ(2007年2月16日、取締役会決議)およびエスアールジータカミヤ(2007年3月9日、取締役会決議)である。

このうちエスアールジータカミヤは、ドイツ銀行ロンドン支店を割当先として、新株発行(20万株、3.2億円)を行った上で、3回の新株予約権(各20万個、1個当たり1株)を発行した。このスキームの要点は以下である。

- ① 固定行使価額(資金調達目標株価)によるターゲット・イシューであり、資金調達を行う際の目標株価を新株予約権の行使価額としており、株価上昇に伴って段階的に新株予約権が権利行使されるように、3通りの行使価額(2,400円、2,700円、3,000円)を3回の新株予約権(第1~3回)のシリーズに設定している。
- ② 行使許可条項を付しており、新株予約権の権利行使に関しては、発行会社の許可なくし

ては、権利行使できない仕組みとなっている。権利行使が許可された場合、当該行使許可の到着日当日から10営業日の期間に行使許可に示された範囲内（25,000個）で新株予約権を行使することになる。なお、行使許可に際しては、発行会社の資金需要と市場環境等を勘案して決定する。

- ③ 最大希薄化数が限定されているため、MSCBで問題視されたように、株価次第で発行株式数が拡大するような懸念を払拭している。
- ④ 買入消却条項が付されており、資金調達ニーズがなくなった場合、あるいはより好条件での資金調達手法が確保できた場合、発行会社の選択で、随時残存新株予約権を買入消却できる。なお、買入消却額は発行価額と同額とされ、キャンセルション・フィーなどは発生しない。
- ⑤ 行使価額修正条項・選択権が付されており、第2回と第3回新株予約権に関しては、発行会社の選択（取締役会決議）により、行使価額の修正を開始することが可能となっている。修正の際には、その旨が発行会社から新株予約権者に通知され、行使価額は、通知が行われた日の翌営業日以降、行使請求の効力発生日（修正日）の前日までの3連続営業日のジャスダック取引所終値の平均値の93%に相当する金額に修正される。ただし、下限行使価額は、第2回1,350円、第3回1,500円とされている。
- ⑥ それぞれのターゲット価格を設定した新株予約権を予め発行しておくことで、株価上昇後の有利な価格による資本調達をスタンバイでき（自己資本調達のスタンバイ効果）、新株発行のように手続きにかかる所要時間を短

縮化し、機動的な資金調達が可能になる。

つまり、このスキームでは、最初の第三者割当てによって、最低限必要な資金を調達した上で、その後の企業の成長と株価上昇によって、追加的かつ段階的に資金を調達しようとするものである。したがって、追加的な資金調達には不確実性があるものの、会社の成長性に一定程度連動した資金調達が可能になる。成長企業向けのスキームといえよう。また、割当先が第三者割当された新株を短期間で市場売却すると、その後の株価展開が重たくなる可能性が高まるので、その後の新株予約権の権利行使が難しくなり、第三者割当先にとっても好ましくない結果となる。したがって、株価動向を見極めながら、株価下落を回避しつつ売却することになる。つまり、発行会社の想定する株価の成長シナリオを支援するインセンティブを割当先に与えるものと考えられる。

#### （4）エクイティ・コミットメントライン

これは、特約条項付新株予約権であり、上記のTIPと類似している。つまり、新株予約権の行使価額は株価によって変動するとともに、時価から一定のディスカウントした水準に設定されるが、発行企業側が買い受け側に対して、権利行使できない期間を指定できるとともに、一定数までの権利行使を強制することもできるスキームになっている。これによって、発行会社は株価に配慮しながら、機動的に資金調達ができるという特徴がある。

このような特約条項付新株予約権スキームは、2007年以降24件発行されているとされる<sup>10)</sup>。ここでは、日本通信株式会社による発行事例（2007年12月6日、取締役会決議）を取り上げる。同社は、メリルリンチ日本証券に対し

第1回新株予約権(1000個、権利行使の目的株数40,000株)を割当てた。予約権総数は1000個、権利行使の目的株数40,000株、1個当りの払込金額13,000円(1株当り325円)である。このスキームのポイントは以下の通りである。

- ① 行使価額は、当初43,890円とされるが、行使請求の効力発生日の前日までの3連続営業日の普通取引の終値平均値の90%に相当する金額に修正される。ただし、下限修正価格として、割当日の終値の50%に相当する金額(2007年12月21日の終値は63,400円)が設定されているが、上限行使価額は設定されていない。
  - ② 発行会社は、新株予約権の全部または一部について、権利行使することができない期間を指定する権利(停止指定)を有している(ただし、2年間の行使請求期間のうち最後の1カ月を除く)とともに、一定数までの行使を強制することのできる権利(行使指定)も有している(ただし、一度に行使を強制する株数は、一定期間の出来高平均の5日分に限定される等の条件が設定されている)。
  - ③ 権利行使の目的株数は、株価のいかんにかかわらず、40,000株に限定されているため、株価動向によらず、最大希薄化株式数も限定されている。
  - ④ 新株予約権に係る金額と同額の金銭を払い戻すことにより、割当先から新株予約権の全部または一部を取得することができる。
  - ⑤ 割当先のメリルリンチは、取得した株式を機関投資家を中心とした販売に努める予定であり、つなぎ売り以外の空売りを目的として、第三者と貸株契約を締結しない。
- つまり、このスキームでは、発行会社に資金調達ニーズが生じた場合、発行会社は自社の株

価を勘案した上で、機動的に資金調達を行うことができるのが特徴である。

以上の事例は、希薄化を限定することで、株価に配慮しつつ、機動的かつ柔軟な資金調達を行うところに特徴がある。また、これらのスキームでは、割当先の証券会社には、株価を恣意的に乱高下させるインセンティブは働きにくく、不透明な株価変動が生じる危険性を排除しようという工夫がなされているものと考えられる。

#### 4. 不透明なエクイティ・ファイナンスの事例

上記のようなさまざまな工夫が試みられる一方で、不透明なエクイティ・ファイナンスが実施され問題視される事例も散見される。

まず、2007年10月26日に大阪地裁に会社更生法の申請を行った、NOVA(当時ジャスダック上場)は、経営不振が伝えられる中、新株予約権を投資ファンドに対して発行(第三者割当)し、資金調達することを計画していた。当該新株予約権は、同月9日の取締役会決議において発行決議された。当該新株予約権の発行要項は以下の通りである。①新株予約権の目的となる株式数は、予約権1個当たり500,000株であり、発行される予約権は400個であるため、発行済株式数6767万株に対して、2億株となり、会社法の授權枠のほぼ上限に達する、大量なものである。②権利行使価格は、10月1日から5日までの終値平均90.7%である35円とし、行使価額の修正は行わない。③新株予約権の払込金額は、1個当たり175,000円、総額7,000万円である。なお、1株に対する払込金額は0.35円となる。④割当先は、リッチ・ペニンシュラ・トレーディング・リミテッドならびにタ

ワー・スカイ・プロフィッツ・リミテッドであり、割当個数は各200個である。なお、これらの割当先は、英領バージン諸島に設立され、所在地も代表者も同じである。また、これら割当先がすべて権利行使を行った際には、NOVAの資金調達、諸経費をひいて、64億円とされる。また、権利行使後の株主構成は、両割当先が80%弱を保有することになり、社長一族は約10%に低下する（権利行使前の株主構成は、ノヴァ企画約36%、社長一族約40%）。

この事例では、NOVA側の情報開示が日付の変わった10日午前3時過ぎに行われたため、取引所は開示体制の改善を求めたが、発行要項の内容については、有利発行には該当しないと判断され、取引所はその改善を求めなかった。

その後、新株予約権の金額は払い込まれたが、NOVAが会社更生法を申請したため、予約権そのものは権利行使されないうちに消滅した。しかし、両割当先については、その設立に関与していた人物が大物仕手筋として別の事件で逮捕され、この資金調達スキームには、不透明な側面があったことが明るみに出された。また、両割当先は、一時、別の上場会社の新株予約権の割当先にもなっており、その事例でも会社法の授權枠の上限に達する、大量の新株予約権が発行されている<sup>11)</sup>。つまり、もしNOVAの新株予約権が権利行使され、大量の新株が発行された場合、それら新株は仕手筋によって相場操縦のために利用され、単に既存株主の利益を侵害しただけでなく、相場の攪乱要因になっていた可能性がある。

次に、同様に大量の新株予約権を発行し、問題視された事例としては、モックがある。同社は、2007年9月7日の取締役会において、300,000万株から537,000株への授權枠拡大と

もに、株式併合10:1の実施（これにより発行株数は134,263株から13,426株となる）を決議するとともに、第三者割当による新株予約権発行をも同日決議し、両決議を株主総会に付議した。つまり、併合前の発行済株式数を根拠として、会社法の上限に達する授權枠拡大を行った上で、株式併合を実施したことで、新株発行の余裕枠を523,000株に拡大した。これは、併合後の発行済株式数の約39倍に相当する。また、この併合によって、同社株主の80.5%（6,736名）が1株未満の端株主となる。当該新株予約権の発行要項は以下の通りである。①新株予約権の目的となる株式数は、400,000株となり、すべて権利行使されると、発行済株式数は30倍に達する。②権利行使価格は、15,000円とする。なお、2007年6月期末（6月29日）の株価は、16,100円、直近3カ月（2007年6月7日～9月6日）の終値平均は、12,528円であり、併合を調整すると、その10倍が時価となるため、この権利行使価格は時価の10分の1程度となる。③新株予約権の払込金額は、総額40万円で、1株当たり1円である。④割当先は、Maxi Point Investment Limitedであり、事業内容：投資業、設立：2007年5月7日、所在地：香港、資本金：1香港ドル、発行済株式数：1株、代表者：Jarwell Limited、従業員：0名となっている。なお、割当先がすべて権利行使を行った際の資金調達は、諸経費をひいて、59億円とされる。また、権利行使後の株主構成は、割当先が96.8%を保有することになり、筆頭株主である社長個人の持ち分は1%以下に低下する（ちなみに、権利行使前は24.64%）。これらの議案は株主総会で承認されたが、同社の株式併合に対して、9月7日、東京証券取引所は、同社の措置が流通市場に混乱

をもたらすおそれがあるとして、公表措置を講じた。同社10株未満の株主(6,736名)の保有する株式(17,755株)および10株の整数倍以外の株主が保有する10株未満の株式(3,578株)は、一括して売却し、株主にその売却代金を端数の割合に応じて分配することとしている。さらに、新株予約権の権利行使による株式数の増加により、株式併合の効力発生日における理論価格よりも低い価格となるリスクが含まれるとしている。その後、この新株予約権は、2回(2007年12月21日および2008年3月11日)にわたって計200個が権利行使され、20,000株が発行されたため、当該割当先が筆頭株主(59.8%)となったが、その後株価が下落し、権利行使価格を下回る状態となったことから、2008年4月4日、残り3,800個はモックによって全部取得され、消却された。また、今のところ端株の株主には、処分代金は支払われていないようである。

これらの事例は、いずれも業績不振を背景として大量の新株予約権が発行された点で共通している。NOVAの開示資料では、当面の運転資金確保が急務であること、この手法の他に選択肢がなかったこと、さらに国内上場会社や投資会社から資金調達を拒否された末の割当先選定であることなどを訴えている。また、モックの開示資料でも、再起を賭けた事業投資と借入金返済のための資金調達であること、時価総額(決議日前日、約11.7億円)に対し、それを大きく上回る60億円規模の資金調達であることなどを訴えている。さらに言えば、後者では行使価格が有利発行に相当するため、株主総会による承認手続きがなされているが、このような緊迫した会社状況を前提としたものであることは否めないだろう。

これらの事例が会社の利害関係人にもたらす影響は、次のようなものと推測される。まず、新株予約権の発行会社は財務状況の悪化に直面しており、資金調達なしには業務が立ち行かなくなる可能性が高い。そのため、このようなファイナンスを行って会社を建て直すことは、経営者の主観においては良い経営であり、少なくとも悪い行為であるとは認識されていないかもしれない。しかし、これらの事例においては、資金の出し手は相当に有利な条件で新株を手に入れることができ、その株式は相場操縦などに悪用される可能性があった。つまり、資金の出し手は経営者の「弱みに付け込んで」資金提供を申し出て、経営者はそれを最後の手段と考えてそこにすがったのであろう。そして、かなり高い蓋然性でこれらの事例においては、既存の株主から新株予約権の割当先に利益移転が生じていると思われる<sup>12)</sup>。

### Ⅲ. 新しいファイナンス手法の評価

ここでは、なぜMSCBが利用されるのか、良いMSCBと悪いMSCBとはどのように区別されるのかについて、経済理論からの分析を加える。以下の分析は、大量の新株や新株予約権の第三者割当ての功罪を評価するに当たっても妥当すると考えられる。

アメリカでの実証研究によると<sup>13)</sup>、ベンチャー企業のような高成長である一方、リスクの高い企業の資金調達に際して、MSCBが用いられやすいことが示唆されている。このような企業においては、通常の上場企業の場合よりも大きな「情報の非対称性」が存在し、株価が企業の価値を過小または過大に評価している度

合いが大きくなる（過大評価・過小評価は、いずれの可能性も存在する）。

資金調達を行おうとしている企業（の経営者）と市場（ないしは引受証券会社）の間に、比較的大きな（通常存在するよりも大きな）情報の非対称性が存在する場合には、仮に当該企業が成長するという「方向性」について市場（ないしは引受証券会社）と見解が一致していたとしても、成長「率」について予想の違いが大きければ、通常の（転換価額の修正条項のない）CBの場合、発行時の株価から、（株価が企業を過小に評価している場合）どの程度上方に転換価額を設定するかという点で合意に達することは難しいかもしれない。

この問題が深刻な場合、転換価格を将来の株価に応じて修正（上方修正）する条項を付け加えることは、発行企業（の株主、経営者）、市場（および引受証券会社）それぞれにとって、一つの有効な解決策となり得る。

さらに、成長途上にあるベンチャー企業のように、高成長の可能性がある一方で、業績が急降下するリスクもある企業の場合、銀行借入や普通社債・通常の（転換価額の修正条項のない）転換社債などにより資金調達を行ったのでは、業績悪化・株価下落時には、負債の返済・償還・利払いが短期的な資金繰りをより悪化させ、中長期的には存続させることが望ましい企業までも倒産させる可能性がある<sup>14)</sup>。ここでの業績悪化が短期的なもので、中長期的には企業を存続させる方が望ましいケースでは、業績悪化時に転換価額を下方修正可能なMSCBは発行企業（の株主、経営者）、そして資金提供者それぞれにとって、メリットがある可能性がある。

そうであれば、経営状態の悪化が一時的で、

中長期的には当該企業を存続させる方が望ましい場合、既存株主にとっても企業の倒産を避け得る「最終的資金調達手段」としてのMSCB<sup>15)</sup>には意義があると考えられる。

もっとも、MSCBは、転換価額が下方修正され得るため、「業績悪化→株価下落」の場合であっても、社債として償還・利払いを行わなければならない可能性は低くなる。そのため、デフォルトの可能性が経営者を規律付ける「負債の規律付け機能」は、普通社債、通常の転換社債、銀行借入のケースに比べて、相当程度低くなることが予想される。

以上を要約すると、MSCBによる資金調達は、以下のような条件を満たす場合には、必ずしも否定されるものではないと考えられる。

- (1) （負債による規律付け機能が弱くとも）経営を規律付けるガバナンス構造が整っている企業。
- (2) 経営状態の悪化が一時的で、中長期的には当該企業を存続させる方が望ましい場合。
- (3) 企業の経営状態・将来性について、企業の経営者と市場の間で、情報の非対称性が大きい場合。

これまで、MSCBによる資金調達が問題視されたケースでは、特に(1)(2)の条件が満たされておらず、経営者の延命策として用いられた結果、既存株主の価値が毀損されたのではないかと推測される。具体的には、(2)の条件が欠ける企業までもが経営者の目先の倒産回避（延期）手段としてMSCBを用いたと考えられる。また、(1)の条件が欠けるために既存の株主からMSCBの引受人への利益移転を生じる仕組みが講じられず、その結果として、当該企業の発行済株式数と比べて、相当大きな割合の潜在株

式数となり得るような発行額・転換価額のMSCBが発行され、MSCB発行にあわせて相当多くの貸株・空売りが行われ、また既存株主の価値を毀損するような転換価額修正条項が存在していたり、MSCB全体の仕組みについての情報開示が不十分であったという事例を生じたのではないだろうか。

## IV. MSCBの法的検討

### 1. 問題の所在

IIで概観した新しいファイナンスの登場・普及は、それが許容される法的限界についての新しい問題を生じている。

わが国の会社法では、不当なエクイティ性の証券の発行を会社にやめさせるには、株主は新株（予約権）の発行の差止め（会社法210条、247条）の仮処分を裁判所に申し立てることになる。もっとも、会社の支配権につき現に争いが生じているとか、発行されようとしている新株（予約権）が敵対的買収を制限する強い効果を持つものであるという場合を除いては、新株（予約権）の発行が不正発行に該当すると認められる場合はほとんどない。そこで、新しいファイナンスの差止めに当たっては、有利発行か否かがこれまでの議論の中心であった。

しかしながら、近時のMSCBなどの登場によって、「有利発行か否か」と「既存株主が害されるか否か」との間の乖離が問題となってきた。その理由は以下の通りである。

上場会社による株式の発行の場合、発行価額（会社法の用語では「払込金額」）が発行条件を決定する取締役会の決議の直前の株価に近接していることが原則として必要（もっとも、株価

が企業の客観的価値から大幅に乖離して高騰している場合には、当該株価を払込金額の算定の基礎から排除することができる）というのが、一般的な考え方である。もちろん、両者はイコールである必要はなく、新株の消化可能性を考慮してある程度のディスカウントを行うことは認められている<sup>16)</sup>。

この考え方をMSCBに当てはめると、MSCBを新株予約権と普通社債とに分解し、それぞれの公正価値を算定し<sup>17)</sup>、その合計額に発行価額（払込金額）が近接しているか否か（※）によって有利発行性が判断されるべきはずである<sup>18)</sup>。

しかし、MSCBが既存の株主を害するか否かは、当該証券の発行価額のみ依存するわけではない。むしろ、モデルによって算定される新株予約権・普通社債の公正価値とは無縁の、引受人による発行会社の株式の空売りがどの程度実効的に制限されているかが重要である。また、転換価額修正条項の内容はたしかにオプション評価モデルを左右する要素であるが、MSCBにおいて重要なのは、修正条項を加味したオプション評価というよりもその内容が空売りと相俟っていわゆるデス・スパイラルを生じさせる危険がどの程度高いか否かである（Ⅲの分析に即して言えば、経営者に対する規律付けが機能しているか否かが重要である）。そして、このような点をも踏まえて、投資家は（必ずしもすべてのMSCBではなく）一部のMSCBに対して、それが既存株主の利益を害することを批判しているのである。

翻って考えると、従来の有利発行の議論は、普通株式を念頭に置いて、企業価値が株価にある程度反映していることを前提として、株価を著しく下回る新株の発行は——既存株主から新

株主への富の移転を引き起こすことから——既存株主を害するとの考えに基づいている。しかし、MSCBを発行しようとする会社の多くは、情報の非対称性が大きく株価が企業価値から乖離している状況にある（Ⅲを参照）。そのため、発行前の株価を基準として発行される新株予約権のオプションとしての価値を測定することは必ずしも適切ではないと考えられる。また、発行後に形成される株価も少なくとも短期的には企業価値を反映しないことが、新種のファイナンスが用いられる事情にある。このことから、株価を基準としてMSCB等の有利発行性を判断することが適切ではない状況が存在するというべきである。

より一般的にいうと、有利発行を事前に規制することは実は最善の法規制ではない。比較法的に見ると、わが国の有利発行規制に相当する法規制は、諸外国ではほとんど見られない<sup>19)</sup>。経済的な観点からも、発行価格（のみ）に着目して総会決議の可否を区別する現行の規制は、あるべき規制と比較して過剰規制・過少規制の疑いがある<sup>20)</sup>（規制の不足を補うべき点があることについては本稿のVで論じる）。

## 2. 有利発行についての従来の議論

一般的に、学説では、新株予約権（付社債）の価値をオプション評価理論によって算定することを前提として、MSCBの理論価値と実際の発行価額を比較することによってMSCBの有利発行性を判断する見解が有力である。この見解によると、MSCBの有利発行性は厳格に判断されることになる<sup>21)</sup>。

他方、実務家の間では、MSCB発行の実態は新株発行であるとし、新株発行についての10%ディスカウントを許容する日本証券業協会

の自主ルール<sup>22)</sup>を援用して、MSCBの有利発行性を判断することを主張する見解が有力である<sup>23)</sup>。この見解によれば、わが国で発行されているMSCBの多くは有利発行ではないということになるようである。

両説を比較すると、理論的に見れば後者の立場には無理があり、前者の見解が妥当といわなければならない。証券業協会の自主ルールは目安に過ぎず<sup>24)</sup>、裁判所による有利発行可否かの判断基準とは異なるし、またMSCBがオプションとしての性格を有し引受人がその利益を得ていることに照らすと、MSCBの発行を新株発行と同視することは経済実態に反するものだからである。

しかしながら、さらに根本的問題としては、MSCBには既存株主に損害を及ぼすものとするでないものがあり、両者を区別することが必要であるところ、上記の見解はいずれもそれに成功していない。1で前述したように、有利発行可否かという枠組み自体が問題の所在と対応していないからである。

## 3. 自主規制による対処の有効性

先に1および2で論じたことを踏まえると、次のように考えるべきである。

MSCBの発行には、市場が発行会社の価値を適切に評価することができない状況において発行会社の企業価値を高めるファイナンスとして行われ、この企業価値の増分が長期的には既存株主にも帰属することが発行時点において見込まれるもの（この判断は事後的にはなく、発行時点の見込みによって行われる）（良いMSCB）と、そうではなく、空売り等を通じて発行会社の株価を売り崩すことを通じて、既存株主から引受人への利益移転を起こすことを見

込んで発行されるもの(悪いMSCB)とがある。

現行法には明文規定はないが、新株(予約権)の発行にあたって、取締役は既存株主の有する利益・期待を侵害しないという善管注意義務(忠実義務)を負うと考えるべきである(会社法330条・355条はこのような義務を含意していると解される)<sup>25)</sup>。そして、上記の区分に従えば、悪いMSCBを発行することは取締役のこのような義務に違反するものであるから、法令違反の新株予約権の発行として差止めの対象となる(247条1号)。

そして、良いMSCBと悪いMSCBの区別にあたっては、裁判所は日本証券業協会が平成2007年2月22日に公表した自主規制<sup>26)</sup>を参考にすることができる。この規制は、株主を害する危険の大小に応じて、柔軟かつ実効的にMSCBの発行を規制しようとしている。具体的には、「市場及び既存株主への影響」を会員証券会社の引受時の確認事項とし、次のように述べる。「たとえば、MSCBのうち下方にのみ転換価額の修正が行われたり、上方修正に過度な制限が付されたものについては、業務・資本提携等のために割り当てる場合で、発行会社と買受人との間で転換後の株式について6か月以上の(貸株やデリバティブでのヘッジを行わず実質的に)長期保有が約され、その旨が開示される場合など、市場及び既存株主への影響に一定の配慮がなされる場合を除き、会員は、自らの買受け、及び第三者による買受けの斡旋のいずれも行うべきでない<sup>27)</sup>。また、MSCBの商品設計について、転換スピード制限を定め、一定の場合を除いて、月間にMSCBの払込日時点の上場株式数の10%を超える株式への転換請求を行えないこととしている<sup>28)</sup>。さらに、開示

の充実<sup>29)</sup>、流通市場における取引の規制<sup>30)</sup>などによる対処も定めている。

もちろん、この自主規制はそれ自体は法ではなく<sup>31)</sup>、いわば目安に過ぎないものの、MSCBを発行しようとする会社の取締役が、(このルールの形式ではなく)このルールの精神を守ろうとしているかを主要な判断要素として、取締役の善管注意義務(忠実義務)の違反の有無を判断することは、裁判所にとっても可能であり、また望ましいものでもあろう。

そして、このように一定の場合につき取締役の義務違反を理由にMSCBの差止めが可能であると解するならば、その限りで有利発行規制がいくぶん後退する(2で紹介した学説のように厳格に解釈しない)ことにも理由がある。先に1と2で述べたように、価格を基準とする有利発行規制は、既存株主の利益を保護するルールとして、MSCBが発行される状況においては必ずしもふさわしいとは考えられないからである。

#### 4. 自主規制と法規制をリンクすることの意義

先に3で述べたところからは、MSCBに対する規制は、もっぱら自主規制の問題であり、会社法と無関係であるようにも見える。しかし、そのように解するべきではない。

たしかに、自主規制を通じて上場会社に適度のコントロールが働き、裁判所での差止め仮処分が用いられなくなれば理想的である。しかし、自主規制は違反に対する処分(サンクション)が限られる点には注意が必要である。証券業協会の自主ルールは協会員である証券会社しか拘束できない。このルールは東京証券取引所などの取引所によっても採用されているが、違

反した企業を上場廃止にすることは既存の株主（一般投資家）に2度の被害を与えるものである。サンクションを与えるべきは不公正なMSCB発行を行った経営者であり、引受人であるが、経営者・引受人にサンクションを与えることは自主規制では困難なのである。

そうであれば、自主ルールに反するMSCBの発行を取締役の義務違反と捉えて裁判所での差止めを可能とする解釈には、固有の意義があるというべきである。

## V. 第三者割当ての法的検討

### 1. 問題の所在

次に、新株（予約権）の大量発行の問題を検討する。

発行価額が公正であり、特に支配権に関する争いが生じているとはいえない状況では、発行済株式数に照らしてかなりの比率に達する（たとえば20%を超える）新株（予約権）が発行される場合であっても、不公正発行（210条2号、247条2号）には該当せず、新株（予約権）の発行は差止められないというのが、わが国のこれまでの判例法である。

しかし、現行法によれば最大で発行済株式の3倍までの数の株式（および新株予約権）が取締役会かぎりで行発可能であることから、大量の新株（予約権）が特に第三者割当てにより発行されることについては機関投資家（特に海外の）から強い不満が表明されている<sup>32)</sup>。

この不満は正当なものと思われる。たとえ発行価額が正当であっても発行株式数が大量であること自体によって株価が低迷させられる事例がある。また、大量の第三者割当てがなされる

場合には、それによって引受人が大株主となることから、発行会社が（敵対的）買収の対象となる可能性が低下し、既存株主の買収プレミアムへの期待が害される点（また、競争的な企業買収市場が機能しなくなる点）も問題である。

このように考えると、大量の新株（予約権）の発行は、それ自体を理由として一定の制約がなされるべきであると考えられる。具体的には、一定比率（たとえば20%）以上の新株発行、特に第三者割当てについては、法令または自主規制により、発行価額を問わずに株主総会の承認を要するものと定めることにも合理性がある。もっとも、財務状況の悪化した企業の緊急の資金調達策としての第三者割当増資など、あまり厳格に規制することが適切でない場合も存在する。

そうであれば、一律に一定比率以上の新株発行に総会決議を義務付けることは硬直的に過ぎる。IV3で論じたのと同様に、会社および既存の株主の利益にかなう（大量の）新株発行か否かを区別し、会社・株主の利益が害される新株発行は取締役の善管注意義務（忠実義務）に反するものとして、法令違反の新株発行（210条1号）として差止められると考えるべきであろう。そして、大量の新株発行に関するガイドラインを証券取引所の自主規制として定め、これを取締役の善管注意義務について考慮することが、ルールの明確性・実効性と企業の新株発行の必要性とを調和させる上で合理的な解となるのではないだろうか。

### 2. わが国のかつての自主規制

古くは、わが国の商法は株式会社の新株発行につき現在とは大きく異なるルールを定めていた。昭和30年改正商法は、株主以外の者に対し

て新株引受権を与える場合には株主総会の特別決議を必要と定めた(第三者割当てについて規制を上乗せすることが企図されたといつて良いであろう)。ところが、公募増資の一環として証券会社を買取引受けを行うことがこの場合に該当するとの下級審判決が登場し、実務が買取引受けには総会決議を不要とする旨の商法改正を求めたことから、昭和41年改正は、現行法とはほぼ同様の、有利発行についてのみ(第三者割当てか公募かを区別せずに)総会特別決議を要するとのルールに変更された<sup>33)</sup>。

しかし、新株発行(特に第三者割当て)は商法によってのみ規制されていたわけではない。かつては、上場会社による資金調達については、商法の必ずしも十分とはいえない規制は大蔵省の行政指導や日本証券業協会の自主ルールなどにより補完されていた。たとえば、第三者割当てに関して昭和48(1973)年の株式引受部長会の統一見解があり、①第三者割当て増資の目的は企業再建等を原則とし、買受人の長期保有を前提とする、②実施に当たっては既存株主等への影響を考慮し、発行時期、発行量、発行価額等の決定に当たっては慎重に行う、③時価発行増資を行うまでに2年間のインターバルを置くこと、等を内容としていた<sup>34)</sup>。

これらの規制は平成8(1996)年頃におおむね撤廃された<sup>35)</sup>。これは、事前の需給調整につながる規制を撤廃し、マーケット・メカニズムによる調整に委ねることとし、それが機能するように開示を強化するものである。この方向は妥当であるが、これによって大量の新株発行に関する規制が過少となったのではないかが今問われているといえよう。

### 3. イギリスの規制

イギリスの会社法では、既存の株主に新株等の引受権が与えられるのが原則である(2006年会社法561条)。つまり、株主割当て以外の方法で新株(予約権)の発行を行うには、株主総会の決議によりこの引受権を排除することが原則として必要である。もっとも、定款規定または株主総会の特別決議によって、5年以内の期間に限り取締役が権限を決めて割当ての権限を与えることができるほか(551条、570条、571条)、いくつかの例外があり(564条以下)、それらによれば株主割当て以外の方法で新株発行を行うことができる<sup>36)</sup>。

金融サービス庁の定める上場規則にも、新株引受権の排除に必要な手続きが定められている<sup>37)</sup>。また、機関投資家からなるPre-emption Group という団体<sup>38)</sup>が上場会社について、過大な授権枠を設定する総会決議に反対する旨のガイドライン<sup>39)</sup>を設けている。

このように、法令および自主規制により、イギリスでは株主割当てでない新株等の発行(第三者割当てのほか、公募も含む)には一定の制約がかかっているが、他方では、総会決議の承認を経ずに第三者割当てによる新株発行を行える便法(Cash Box Structure)も存在する<sup>40)</sup>。発行会社の財務状況が悪化しているなどの例外的な状況に限って用いられているのではないかと推測される。

### 4. アメリカの規制

アメリカでは、州会社法は新株発行に関して事前の規制をほとんど定めていない。しかし、ニューヨーク証券取引所(NYSE)のListed Company Manual<sup>42)</sup>(以下では「規則」と呼

ぶ) の312・03条以下が、既存の発行済の社外株式(自己株式・子会社の保有する株式は除かれる)を基準として株式数または議決権数にして一定比率以上にあたる株式・新株予約権を発行(自己株式の処分を含む)しようとする上場会社は、原則として株主総会の承認<sup>43)</sup>を事前に得なければならない旨を定めている。このNYSEによる自主規制の内容は複雑であるが、概要を述べると次のとおりである。

(1) 役職員・従業員に対するエクイティ証券付与の計画は、発行する新株等の比率を問わず原則として株主総会の承認が必要である。また、(2) 取締役・執行役または当該会社の相当数の証券を有する者(≒大株主)に対して1%を超える数の株式等を行う場合には、総会の承認が必要である。(3) 株式等の発行が支配の変動を生じる場合にも、総会の承認が必要である。

(4) 20%以上の株式等を発行する場合には、総会の承認が必要であるが、いくつかの例外がある。まず、(4-1) 現金対価による公募発行の場合には総会決議は不要である。また、(4-2) 現金対価による bona fide private financing(公正な第三者割当て)であり、かつ株式の発行価額や転換証券の転換価額が発行会社の普通株式の簿価と時価の両方と同額以上である場合にも、株主総会の承認は不要である<sup>44)</sup>。さらに、(4-3) 株主総会の承認を得ようとする時間がかかりその間に企業の財務状況が著しく悪化するおそれがある場合には、監査委員会の明示の承認を得て、発行会社は総会の承認を得ないで新株等を発行することをNYSEに申請することができる<sup>45)</sup>。

「公正な第三者割当て」とは、(4-2-1) 証券会社1社が引き受けた株式等を private saleする(≒公募・売出しでない方法で売却する)

という見通しを持って株式を取得する場合や、(4-2-2) 発行会社が複数の購入者に当該証券を発行する場合で、どの購入者(関連当事者がいれば合算される)も売却(発行)前の発行会社の普通株式数・議決権数のいずれにおいても5%を超える株式を取得することがない場合をいう。

上述のルールの実運用に当たって、上場会社は事前にNYSEと協議を行うものとされている。

このルールの特徴は、わが国でいう有利発行規制と不公正発行規制を区別せず、その両方を包含する事前規制となっていることにある。公募による発行であれば発行価額が規制されないのは、独立当事者間取引であると評価される局面では既存株主を害する低い価額での株式等の発行は問題となりにくいからであろう。

## 5. 日本法への示唆

以上を踏まえると、上場会社が行う大量の新株(予約権)の発行については、特に第三者割当てについて、柔軟な自主規制がわが国にも必要であると考えられる。

自主規制のポイントとして、第1に、公募と第三者割当てを経済実質に照らして区別し、後者をより厳しいルール——原則として株主総会の承認を必要とする——に服せしめることが挙げられる。公募か第三者割当てかの区別は、法的には(法律家にとっては)容易ではない<sup>46)</sup>。公募か第三者割当てかは経済実質に照らして区別されるべきであり、その区別は第一次的には証券業界や証券取引所などの自主ルールという形で示されることが望ましい。

IVで前述したMSCBとの関連でいえば、通常MSCBの発行は第三者割当てとして行われるが、引受人が証券会社であり、かつ日本証券

業協会の会員であるため、業界内の自主規制に服することが期待される(違反にはサンクションがある)場合には、その経済実態が公募発行に類似する(この種のMSCBは比較的短期間に引受人である証券会社によって株式に轉換され、投資家に売却される)ことも合わせて考慮すれば、自主規制においては、MSCBとしての規制を受けるのであれば、必ずしも第三者割当てとしての規制の対象とはする必要はないように思われる。

第2のポイントとして、自主規制は、財務悪化時の第三者割当てにつき例外措置を含むなど、柔軟な内容であることが望ましい。

## VI. 結びに代えて

日本の会社法は、企業のエクイティ・ファイナンスに対して価格の妥当性(有利発行規制)と支配権へのインパクトの許容性(不正発行)という観点からの規制を置いている。しかし、MSCBおよびこれに類する近時のファイナンス手法は、情報の非対称性が大きく株価が企業を過大評価ないし過小評価している状況では時価で公募増資を行うことができないという問題への対処として開発されたものであり、このようなファイナンスに対して従来どおりの有利発行規制を及ぼすことには過剰規制の疑いが生じるところである。

他方、「会社経営者が既存株主の利益につながらないエクイティ・ファイナンスを行うかもしれない」という問題(経営者の規律付けの不足)について、日本法が及ぼしている不正発行規制ははなはだ不十分である。この法規制の不足に対処するためには、取締役には、新株(予約権)の発行によって会社・既存株主の利

益を損なうことをしないという義務があり、それを具体化するものとして自主規制機関による自主規制を整備していくべきである。

(謝辞) 本研究を行うに際し、石井記念証券研究振興財団から平成19年度研究助成を賜りました。厚く御礼申し上げます。また、インタビュー調査や資料提供にご協力いただいた関係者の方々にも御礼申し上げます。

### 注

- 1) 例えば、日本証券業協会(2007)、参照。
- 2) 『日本経済新聞』1996年7月29日および8月19日、『日経金融新聞』1996年7月25日、同8月6日および同8月21日、参照。
- 3) なお、リーマン・ブラザーズは、2000年以降、17社28件で第三者割当て方式のCBをすでに手がけており、割当先は特定海外投資家とされ、香港市場を使い、グループ会社のリーマン・ブラザーズ・コマース・コーポレーション・アジアが全額引受けているという報道もある。『日経公社債情報』2004年6月28日、2~3ページ、参照。
- 4) 私募轉換社債に関する論説としては、西尾(1999)、私募CB問題取材班(1999)、同(2000)、田中・藤井(2001)、星野(2002)、坂田(2004)などがあり、マスコミ報道としては「クレイフィッシュ騒動と私募CBを結ぶ人脈と金脈」『週刊東洋経済』2001年7月28日、122~126ページ、「私募CBの発行、銀行融資頼れず増加」『日本経済新聞』2001年8月3日、18ページ、「私募CBに漂う不透明さ」『日経金融新聞』2001年8月28日、20ページ、「海外私募CB発行相次ぐ」『日本経済新聞』2001年2月3日、17ページ、「私募CB発行困難で倒産続発」『東洋経済』2002年3月13日、57ページ、などがある。
- 5) 摘発事例としては、2002年3月に相場操縦の疑いで告発された「志村化工事件」がある。以下の証券取引等監視委員会HP参照。  
[http://www.fsa.go.jp/sesc/reports/n\\_13/n\\_13a.pdf#search=%E5%BF%97%E6%9D%91%E5%8C%96%E5%B7%A5%E4%BA%8B%E4%BB%B6](http://www.fsa.go.jp/sesc/reports/n_13/n_13a.pdf#search=%E5%BF%97%E6%9D%91%E5%8C%96%E5%B7%A5%E4%BA%8B%E4%BB%B6)
- 6) 福光(2004)は、これら私募CBの発行について、ケーススタディを行っている。
- 7) 同協会でのインタビューによる。
- 8) 詳しくは、松尾(2007)、参照。
- 9) 「A種」~「C種」は、種類株式ではなく、すべて同じ内容の普通株式である。
- 10) 「新株予約権使う調達に新手」、『日本経済新聞』、2008年5月20日、参照。
- 11) 『日本経済新聞』、2007年10月24日、および『毎日新

聞』、同年10月28日、参照。

12) さらにいえば、ここでの調達資金が発行会社にもたらず産み出す将来キャッシュフローの割引現在価値がファイナンスの金額を下回る、つまり——新旧の株主間での富の移転を描いても——本来なされるべきでないファイナンスがなされていたという可能性（これらの会社ではファイナンスをせずに倒産するか、現在の保有資産を換金して株主に返還するほうが、社会全体にとってベターであったという可能性）もあったのではないかと推測される。

13) Hillion, and Vermaelen(2004), pp.381-415.

14) 従来の日本であれば、一時的な業績悪化については、メインバンクが対応していたケースも一部含まれるかもしれない。

15) Hillion et al., ibid.

16) 従来の裁判例を要約したものととして、東京地方裁判所商事研究会(2008), 578頁以下, 583頁以下を参照。

17) もっとも、行使価額(転換価額)の修正が予定されているオプションの評価は容易ではないことに注意が必要であろう。中山(2008), 142頁以下を参照。

18) MSCBではなく一般の転換債について、本文で述べた※の見解を述べる代表的な学説として、江頭(2003), 38頁以下, 42頁以下を参照。

なお、本文で述べた議論は、新株予約権付社債の会計処理とは関連しない。会計処理において社債部分と新株予約権部分とを区分しない処理を行うことと、有利発行性を判断する際に両部分を分けてその経済的価値を算定することは、矛盾しない。新株予約権付社債の募集事項を定める取締役会決議においても、会計処理と同様に、新株予約権の部分の価値が無償と定められることが一般的であるが、そのことのみをもって有利発行と考えるべきでないことは当然である。

19) 本稿のV 3, 4を参照。アメリカでは、たとえば多数派株主に有利な新株発行は、多数派株主が少数派株主に負う忠実義務に違反するとして、前者が後者からクラスアクションによる損害賠償を請求される可能性が高い。わが国の有利発行規制は、「多数派株主の負う忠実義務」「クラスアクションという法執行(エンフォースメント)のシステム」の不在を補うものとして説明されることがある(神田・藤田(1998), 453-477頁, 470頁以下参照)。

20) たとえば、新株発行により調達される資金の用途が正の割引現在価値を持つものか、負の割引現在価値を持つものかは、通常は発行時の株価には反映されていない。藤田(2002), 95-106頁を参照。

このような有利発行規制の問題点に鑑み、株主が合理的無関心の状態にある会社(上場会社等のごとであろう)においては有利発行規制を廃止すべきとの立法論もある。松井(2004), 400頁以下を参照。

21) 久保田(2005)は新株予約権と普通社債部分とを分けて一体としてオプション評価モデルにより公正価値を算定する(80頁)ことを、弥永(2006)は両者を分けて公正価値を算定することを主張している。前者は、発行価額が公正価値を下回ること(ディスカウント)は許されないとする。後者は、一切のディスカウントを許さない趣旨であるか否かは明らかではないが、少なくとも実

務家が主張するような10%のディスカウントについては批判的であり、MSCBの多くは有利発行に該当するとの見通しを述べている(40頁)。

22) 日本証券業協会(2003)。

23) 新家(2005), 15頁以下を参照。明記されていないが、発行時の(当初)転換価額が発行決議直前の株価の0.9倍以上であり、また修正後の転換価額がそのときどきの基準日における株価の0.9倍以上に定められていれば、有利発行に該当しないという方向での解釈論であると推測される。なお、新家論文はMSCBを単純に新株発行と同視するわけではなく、他の要素を総合勘案して判断すべきことを主張する(そして、MSCBを先の※のように社債価値と新株予約権価値に分けてその合計額と発行額とを比較することは、MSCBの商品性に馴染まないとい批判する)ものであるが、ここではその他の点を取り上げて分析することは省略する。

24) 自主ルールは、新株の引受人と発行会社が業務上の関係を継続することを前提に第三者割当てが行われ、取得した株式が当面の間引受人によって保有される場合を念頭に置いており、MSCBの場合には妥当しないという見解(実務の見解への批判)があり、この点は正当である。弥永・前掲(2006)41頁。

25) かつての商法も現在の会社法も、取締役が会社に対して善管注意義務等を負うことを定めているが(会社法330条・民法644条, 会社法355条), 既存株主に対する義務を明示していない。しかし、新株(予約権)の発行のように、会社そのものに損害を生じさせることなく、既存の株主から新株(予約権)の引受人への利益移転を生じさせる危険のある行為については、取締役が株主に対する義務を負わせることが合理的である。また、株主の利益を害する新株(予約権)の発行を差止めうるものと定める現行法(会社法210条柱書, 247条柱書)は、取締役が株主に対する義務を負っていることを前提としているものと解される。よって、解釈論として、新株(予約権)の発行にあたって、取締役は既存株主の有する利益・期待を侵害しないという義務を負うことが肯定される。

26) 日本証券業協会(2007)。

27) 日本証券業協会(2007), 20頁。

28) 日本証券業協会(2007), 24頁以下, 特に27頁以下, 34頁。

29) 日本証券業協会(2007), 20頁以下, 32頁。

30) 日本証券業協会(2007), 22頁以下, 33頁。

31) MSCBには市場(投資家)の保護という観点から相場操縦に類する問題点も存在する。梅本(2006), 参照。市場保護の観点から、自主規制を金商法上の規制とリンクさせることも今後の課題となろう。

32) 東京証券取引所(2008), 2頁以下を参照。

33) 商法の規制の変遷については、松井(2004), 382頁以下, 戸川(2007), 283-318頁を参照。

34) 公募増資・第三者割当てに関する自主規制の内容については、商事法務622号31頁(1973年), 同648号35頁(1973年)を参照。

35) これらの規制の縮小・撤廃については、商事法務1325号6頁(1993年), 同1359号6頁(1994年), 同1419号4

- 頁 (1996年), 同1422号100頁 (1996年), 1427号7頁, 158頁 (1996年)を参照。なお, 社債の発行についても1996年1月1日に適債基準の充足・財務制限条項の設定の2つの規制が撤廃されている。
- 36) French, Mayson and Ryan (2007), at 160-163.
- 37) Listing Rules の LR 9.3.11R, LR 9.3.12R, LR 10を参照。
- 38) <http://www.pre-emptiongroup.org.uk/principles/index.htm>
- 39) 具体的には, 定期的・恒常的な新株引受権の適用排除については, 毎年発行済み株式の5%の排除 (3年間で7.5%の排除)のみを認めるとしている。このガイドラインには強制力はないが, 上場会社は概ねこのガイドラインに従って, 定時株主総会で発行済み株式の5%について新株引受権の適用排除を行うのが通例のようである。
- 40) 投資銀行などが現金のみを資産とする SPV を Jersey 島などに設立し, 当該 SPV の株式と引き換えに上場会社が新株を発行する方法 (SPV はすぐに清算されて現金が取り出される)。金銭ではなく SPV の株式を対価として新株を発行しているため, 新株引受権の適用排除の手続きは不要となる (2006年会社法565条を参照)。
- 41) 以上のイギリスの法規制については, taka-mojito さんのブログ *Temperamento Latino* (<http://vosne-romanee.jugem.jp/>) の2008年1月19日・20日・30日の記事から多くを学んだ。
- 42) <http://www.nyse.com/regulation/listed/1182508124422.html>
- 43) 大まかにいうと, 総株主の議決権数の過半数が決議に参加し, そのうちの過半数が承認決議で賛成することが必要である。
- 44) 「時価」は規則312・04条i項で定義されている。
- 45) この場合, 会社はすべての株主に対して株式等の発行の10日以上前に郵便を送付し, その中で当該株式等の発行が元来であれば取引所の政策により総会の承認が必要であるところ総会の承認を省略しようとしていることを株主に警告し, 例外的取扱いにつき監査委員会が明示に承諾したことを株主に示すことが必要である。
- 46) 2で示した買取引受の問題を参照。この場合は, 本節の規制の文脈においては公募に分類されるべきであろう。
- 別の例として, かつての「親引け」, すなわち表向きは公募でも縁故者に特に優先して新株が割り当てられるという実務が挙げられる。この場合は, 本節の規制の文脈においては第三者割当てに分類されるべきであろう。
- 神田秀樹・藤田友敬(1998)「株式会社法の特質, 多様性, 変化」三輪芳朗・神田秀樹・柳川範之編『会社法の経済学』第15章, 東京大学出版会, 1998年11月
- 久保田安彦(2005)「転換社債型新株予約権付社債と有利発行規制」『企業と法創造』(早稲田大学21世紀COE《企業法制と法創造》総合研究所)第2巻第1号, 2005年11月
- 坂田拓也(2004)「私募CBマフィアの研究」星野陽平編『株式市場のカラクリ』イーストプレス, 2004年, 178-190頁
- 私募CB問題取材班(1999)「私募CB”究極の錬金術”」『金融ビジネス』1999年12月, 38-39頁
- 私募CB問題取材班(2000)「不振企業の延命装置『私募CB』の復活」『金融ビジネス』2000年11月, 14-15頁
- 田中博・藤井一(2001)「株安企業を食い物にする私募転換社債のからくり」『週刊ダイヤモンド』2001年9月15日, 14-16頁
- 東京証券取引所(2008)「東証上場会社のコーポレート・ガバナンスに関する投資家向け意見募集に対して寄せられた意見の概要について(平成20年8月26日)」<http://www.tse.or.jp/about/press/080826s.pdf>
- 東京地方裁判所商事研究会(2008), 『類型別会社訴訟(第2版)Ⅱ』, 判例タイムズ社, 2008年6月
- 戸川成弘(2007)「新株発行」浅木慎一・小林量・中東正文・今井克典編『検証会社法』信山社, 283-318頁
- 中山龍太郎(2008)「行使価額修正条項付新株予約権を用いた資金調達の可能性と課題——MSCBを中心に」武井一浩他編著『資金調達ハンドブック』第3章, 商事法務
- 新家寛(2005)「MPOをめぐる法的問題—有利発行か否か」『旬刊経理情報』1072号, 2005年1月10日・20日, 14-19頁
- 西尾洋一(1999)「タックスヘイブんで急増する私募転換社債発行のなぜ」『エコノミスト』1999年10月19日, 40-41頁

## 参考文献

- 梅本剛正(2006)「MSCBと不正な証券取引」『民商法雑誌』134巻6号, 2006年9月, 881-905頁
- 江頭憲治郎(2003)「新株予約権に関する諸問題」『法学教室』277号, 2003年10月, 33-45頁

- 新しいファイナンスをめぐる問題について
- 日本証券業協会(2003)「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)
- 日本証券業協会(2006)「第三者割当増資の取扱いに関する指針」(平成18年5月1日)
- 日本証券業協会(2007)「『会員における引受審査のあり方等に関するワーキング・グループ』における検討状況(最終報告)」(平成19年2月22日) <http://www.jsda.or.jp/html/houkokusyo/hikiuke4.html>
- 福光寛(2004)「エクイティ・ファイナンスをめぐる」『経済研究』(成城大学)第166号, 2004年11月
- 藤田友敬(2002)「株式会社の企業金融(1)」『法学教室』264号, 2002年9月, 95-106頁
- 星野亮(2002)「経営不振企業と個人投資家を食い物にする『私募CBマフィア』の暗躍」『エコノミスト』2002年7月23日, 84-87頁
- 松井秀征(2004)「新株有利発行規制に関する一考察」小塚莊一郎・高橋美加編『商事法への提言(落合誠一先生還暦記念)』商事法務, 2004年6月, 371-402頁
- 松尾順介(2007)「エクイティ・ファイナンス手法の多様化」『証研レポート』1643号, 2007年8月, 14-26頁
- 弥永真生(2006)「MSCBと有利発行規制」『旬刊経理情報』1126号, 2006年9月10日, 38-43頁
- French, D., S.W. Mayson, C.L.Ryan (2007), *Mayson, French & Ryan on Company Law*, 24<sup>th</sup> ed. Oxford University Press
- Hillion, P., T. Vermaelen(2004), Death spiral Convertibles, *Journal of Financial Economics*, 71, pp.381-415.

(松尾順介 桃山学院大学経営学部教授  
・当研究所客員研究員  
大杉謙一 中央大学法科大学院教授  
岡村秀夫 関西学院大学商学部教授)