

# 新株予約権の有利発行に関する一考察

村 田 敏 一\*

## 目 次

- . 緒 論 問題の所在
- . 有利発行の判断基準に関する二つのアプローチとその問題点
  1. 立法過程と解釈論の展開
  2. モデル事例による検証
  3. ブラック・ショールズ・モデルとその限界
- . MSSO（行使価額修正条項付新株予約権）に関する判例の検討
- . 展 望

## . 緒 論 問題の所在

株式を「蝶」とすれば、新株予約権は「蛹」に喩えられることがある<sup>1)</sup>。「蛹」は行使されて、初めて「蝶」である株式となる。そして、新株予約権の行使は形成権とされる。およそ、新株予約権に関する会社法の規律は、株式に関する規律内容を下敷きにしながらも、新株予約権の発行時点と、その権利行使時点という二つの場面对応し、その各々の場面について新株発行に関する規律内容がアレンジされる。こうした規律構造自体は、新株予約権につき、それが一人前の株式となるためには、発行時点と権利行使時点という、二つの関所を越える必要があることから当然なものとも言える。例えば、発行の差止めに関する条文は新株予約権の発行時点についてのみ明文では手当てされているし、一方で、払込み・給付額に関しそれが資本金（および資本準備金）となるのは権利行使時点のみである。も

---

\* むらた・としかず 立命館大学教授

1) 龍田節『会社法大要』有斐閣，2007年5月，310頁。

もちろん、こうした新株予約権に関する二つの場面での会社法の規律の書き分けは、総じて合理的なものと評価できるが、幾つかの局面では、特にその規律の解釈・運用面において 株式の場合との比較において より困難な問題に直面せざるを得ないこととなる。株式それ自体が「不思議な」存在であるとすれば<sup>2)</sup>、「新株予約権」は、喩えれば「不思議の二乗」といった存在とも言える。新株予約権にまつわる困難な解釈問題群の中で、実務上の重要性の観点から、まずは第一に照明が当てられるべきは、その「有利発行」の判断基準の問題であることには異論はないであろう。新株予約権の発行差止め規整が、その行使が形成権であることから、ある意味で当然のことではあるが その発行時点についてのみ整備される一方で、「有利発行」かどうかの判断は、発行価額と権利行使価額さらには行使時点での予測株価等を総合的に考察しなければならないという新株予約権に固有の構造からは、問題の困難性は、不可避的・構造的に生ずるものと言える。要するに、将来起こる不確定な事象（株価動向）に大きく依拠する法的な判断の枠組みの構築が要求される訳である。しかも、その判断尺度の在り方、つまり、「有利発行」か否かの岐路は、その発行手続き面で、公開会社たる発行会社にとって天国か地獄かとも言える差異（株主総会の特別決議か取締役会決議か）を引き起こす。新株予約権の「有利発行」判断の問題、言い換えれば株主総会特別決議の要否の問題が、取分けシリアスな問題として顕在化するのには、新株予約権の幾つかの利用目的の中で、明示的であるかどうかはさておき 敵対的買収防衛目的での利用のケースである。判例の積み重ねや、日本証券業協会によるソフト・ローの形成の中で、新株予約権の場合との相対感においては「有利発行」への該当性に関する準則が明確化されている新株の第三者割当発行の場合と比較しての、「有利発行」基準の曖昧さ等を奇貨として、防衛側企業が、取締役会決議による「隠れた」敵対的買収防衛目的での新

---

2) 神田秀樹「株式の不思議」『前田庸先生喜寿記念 企業法の変遷』有斐閣、2009年5月、125頁～148頁。

株予約権発行の誘惑に駆られがちとなることは想像に難くない。そして、このような誘惑は、新株予約権については「差止め」が明文で規定されるのは発行時点のみであるという、その条文構成により、一層助長される。現に、比較的近時には、MSSO (Moving Strike Stock Option: 行使価額修正条項付新株予約権) を使った、おそらくは経営支配権の維持・強化目的による新株予約権の発行が、株主総会の特別決議を経ない「有利発行」に該当するものとして、発行差止めの仮処分が認容された複数のケースが出現した<sup>3)</sup>。こうした決定例を分析すると、そこでのオプション価格設定のあまりの稚拙さに驚かされるとともに、一般的には裁判規範としての妥当性が承認されているものと言える、「有利発行」判断基準としてのオプション評価モデル(ブラック・ショールズ・モデル等)の具体的な事例への適用の在り方についても、我々に深刻な反省を迫る契機が提供されているように思われる。本稿においても、当該事案につき、簡単な分析を行うこととする。

さて、平成13年11月の商法改正により、現行会社法が踏襲するところの新株予約権の概念とそれに関する規律枠組みが導入された訳であるが、当時から、新株予約権の「有利発行」判断枠組みについては、二つの異なるアプローチ(考え方)が対蹠的なものとして捉えられてきた<sup>4)</sup>。すなわち、これを極めて図式化・簡略化して述べれば、A説(新株予約権の行使期間中における平均株価の合理的予想額と、行使価額と新株予約権発行価額の和を比較し、前者が後者を大きく上回ると「有利発行」に該当するものとする。「予想株価基準説」と呼ばれることもある)と、B説(ブラッ

---

3) 東京地決平成18年6月30日、金融・商事判例1247号6頁(サンテレホン事件)、札幌地決平成18年12月13日、金融・商事判例1259号14頁(第一次オープンループ事件)なお、MSSOではないものの、取締役会による任意消却条項の付された新株予約権の発行差止めの仮処分が認容された事例として、東京地決平成18年1月17日、商事法務 No. 1756 (TRN コーポレーション事件)がある。

4) 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」商事法務 No. 1622, 2000年3月5日, 20頁~23頁。

ク・ショールズ・モデル等のオプション評価モデルに依拠し、その算式により計算された新株予約権発行時点におけるオプションの公正価値と新株予約権の発行価額を比較し、後者が前者を大きく下回ると「有利発行」に該当するものとする。「オプション価格基準説」と呼ばれることもある）の対立である<sup>5)</sup>。現在まで、判例（決定例）は、基本的にB説に依存してきたように理解されているし、また、学説にあっても、同様にB説がA説を圧倒・凌駕しているように見受けられる。しかし、本当に既に勝負はあったものと断言してよいのだろうか、この点については再度の検証が必要なものと考えられる。そもそも、A説とB説の決定的な相違点は何なのか。本稿では、まずはその点につき今一度確認をした上で、A説の問題点とB説の問題点を共に洗い出す中、オプション理論に依拠するB説をベースとしつつも、実効的な規範性の回復の観点から、より近似的な見方によってはA説に接近した判断尺度採用の可能性につき模索してみることとしたい<sup>6)</sup>。

我が国の新株予約権に関する立法史を振り返ると、平成13年11月の会社法改正（「商法等の一部を改正する法律」）において、それ以前の謙抑的とも言える株式オプションに関する立法姿勢が転換され、株式オプションが、新株予約権概念の下一般的制度として位置づけられた時点が、立法的分水嶺・ターニングポイントとして記憶される。「有利発行」に関する判断枠組みを巡る議論も、こうした株式オプションの一般概念化と軌を一にして

---

5) A説、B説という分類並びに呼称は、藤田「前掲」注4）20頁による。もっとも、ここでは、（同原稿の執筆時点での）従来（平成13年11月商法改正以前）の多数説は、A説ともB説とも異なり、A説的な発想をとりつつ、将来の株価の予想は現実には不可能である以上、現在の株価との比較にならざるを得ないとするA'説でもいうべきものであったとされる。

6) A説とB説の問題点を共に抽出し、その比較考量を行う中で、いずれの説が妥当かを考察するというアプローチに立つ先行研究としては、例えば、仮屋広郷「新株予約権・新株予約権付社債 有利発行の問題を中心に」『ジュリスト』No. 1220, 2002年4月, 25頁～30頁。が挙げられる。なお、当該論考において、仮屋教授はB説が妥当なものとの結論に立たれる。

活性化することとなった。すなわち、平成13年11月改正以前にあっては、株式オプションの一態様としての社債と組み合わせて発行する場合（転換社債、新株引受権付社債）、あるいは、同じく取締役・従業員に対する報酬としてのストック・オプションに限局して、それらの特殊性をも踏まえた形での「有利発行」規整に関する議論が展開されていたところ、新株予約権としての株式オプションの一般概念化は、「有利発行」に関する判断枠組みを検討する上での格好の契機となったものと言える。しかしながら、直観的にも理解されるように、転換社債、新株引受権付社債やストック・オプションも、確かに一定の特殊性を有するとは言え、あくまで新株予約権の下位概念として位置づけられる以上、それらの有利発行判断枠組みが一般的な株式オプションの有利発行判断枠組みと、その基本的・本質的な部分において齟齬を来すことは、本来はあり得ないものと考えられる。その意味において、平成13年11月商法改正は、あくまで当該議論を活性化させる契機であったものとして位置付けられる訳であり、現に、平成13年11月商法改正が視野に入るその前夜、すなわち株式オプションの利用がストック・オプション等に限局されていた段階においても、株式オプションの「有利発行」判断の前提たる、その価値（会社または既存株主サイドから見ればそのコスト）に関する鋭角的かつ重要な問題提起がなされていた<sup>7)</sup>。こうした先駆的な問題提起を継承し、一般化された新株予約権制度の下、上述のB説は、一気に通説としての地位を確立していく<sup>8)</sup>。B説通説化の功績・意義は、A説がオプションの公正価値の決定理論に依拠せず、またA説にあっては既存株主利益とオプション取得者との利害調整に関す

7) 江頭憲治郎「ストック・オプションのコスト」『竹内昭夫先生追悼 商法法の展望：新しい企業法を求めて』商事法務研究会、1998年、161頁～183頁。明田川昌幸「転換社債・新株引受権付社債の構造と株主の地位」独協法学36号、1993年、51頁。

8) 例えば、藤田友敬「前掲」注4)20頁～23頁。同「Law & Economics 会社法 株式会社の企業金融(6)」『法学教室』No. 269、2003年、124頁～135頁。飯屋[前掲]注6)28頁～30頁。神田秀樹『会社法〔第十二版〕』弘文堂、2010年、148頁（ただし、将来の株価は予想できなくてもオプションの価値は測定可能であるとするものであることに注意する必要が指摘される）。江頭憲治郎『株式会社法〔第3版〕』有斐閣、2009年、714頁～715頁。

るローアンドエコノミクスのアプローチを完全に閉却した議論が行われていた点への根本的反省を迫り、いわば、腰だめの判断基準の精緻化を図るとともに、オプション評価モデルの成果を正面から受け止め、それを規範的議論に内在化しようとした点に求められる。

このようなオプション評価モデルの規範化に関する光の部分に対し、その影の部分は何か。それは、有利発行への該当性という規範的議論に関し、多くの仮定的前提を置いた算式に依存するオプション価格決定理論をストレートに持ち込むことにより、逆に価格決定プロセスのブラック・ボックス化（規範としての機能の喪失化）を招来する懸念に在るものと言える。もちろん、オプション評価モデルを全く無視した立論は今日において最早、成立し得ない。しかしその一方で、裁判規範としての有利発行判断基準には、その簡明性すなわち近似的手法の活用による判断過程の可視化が強く求められる。我々は、両要請の調和という困難な課題に直面しているのである<sup>9)</sup>。

## ・有利発行の判断基準に関する 二つのアプローチとその問題点

### 1. 立法過程と解釈論の展開

まず、平成13年11月商法改正における立法過程での議論を通じ、それ以前に通説的地位に立ち、また当該立法に関する国会審議（政府委員答弁）<sup>10)</sup>においても支持されていたA説が、いかようにして通説的地位を喪失していったかを簡単に振り返ることを通じ、A説とB説の対立点（あるいは共通点）の理解を深めることとしたい。株式会社による株式オプションの発行が一般的に許容され制度化される以前、すなわち、転換社債や新

---

9) 江頭憲治郎編『会社法コンメンタール 6 新株予約権』商事法務、2009年、51頁〔吉本健一執筆〕では、オプション評価モデルの実効性を承認するとしても、それを前提とする有利発行規制がどの程度有効に機能するかは、なお議論の余地があるものとされる。

10) 平成13年11月20日衆議院法務委員会における政府委員（法務省民事局長）答弁等

株引受権付社債あるいはストック・オプションに限定した発行のみが認められていた制度下では、インセンティブ報酬としてのストック・オプションは 当時あっては無償発行すなわち「有利発行」として 常に株主総会特別決議が必要なものとされていたため<sup>11)</sup>、「有利発行」の判断基準に関する解釈問題は、結果的にエクイティ社債をその土俵として展開した。当時、エクイティ社債に関しては、「特に有利な転換の条件」(転換社債の場合、旧商法341条ノ2第3項)または、「特に有利な内容の新株の引受権」(新株引受権付社債の場合、旧商法341条ノ8第5項)に該当する場合に、株主総会の特別決議が要求された。そこでいう「特に有利な」(以下、「有利発行」と便宜上、総称する)の解釈としては、転換価額あるいは、新株引受権の行使価額を単純にエクイティ社債発行時の株式の時価(株価)と比較して判断するというのが通説であり、また実務の採る姿勢であった<sup>12)</sup>。要するに、転換権の有利性については基本的に転換価額決定時の株価以上に転換価額を決定すれば「有利発行」には当たらず、また、新株引受権の有利性についても引受権の行使価額が新株引受権付社債発行時の株価以上であれば「有利発行」には当たらないものとする解釈である<sup>13)</sup>。ここでは、転換権や新株引受権が行使される将来における株価の予

---

11) 正確には、ストック・オプションが、常に「有利発行」に該当するものとはされず、その有償発行(すなわち新株予約権の発行の対価としての労務提供の許容)が認められたのは、平成17年改正会社法においてである。従って、平成13年11月改正商法による新株予約権制度の導入の時期とはラグがある。なお、ストック・オプションが、常に「有利発行」に該当するものとされた当時には、主として、会計・税務上の取扱、報酬開示規制の在り方の観点からの議論がなされていた。江頭「前掲」注7)162頁~173頁を参照。

12) 上柳克郎・鴻常夫・竹内昭夫編『新版注釈会社法(11)』有斐閣、1989年、152頁~153頁[鴻常夫執筆]。鈴木男男・竹内昭夫『会社法[第三版]』有斐閣、1994年、481頁。

13) より正確には、転換社債発行時の株式の時価を転換条件(転換価額)が若干上回らないと有利発行になるという解釈であり、この「若干」という表現の中に発行後の株価の値上がり要因が読み込まれていたようである。従って、エクイティ社債発行時の転換価額や新株引受権の価額が、その時点の株価と完全に一致していれば、「有利発行」に該当するものと考えられていた模様である。以上につき、前田庸「金融」『岩波講座基本法学7・企業』岩波書店、1983年、171頁以下を参照。

測は困難であるとの認識が前提とされるとともに、株価動向は神のみが知るとして一種の株価予測不可知論が背景にあるものとも評価される<sup>14)</sup>。

こうした当時の通説・実務は、A説そのものではなく、将来の株価の合理的予測を諦め発行時点現在の株価との比較を尺度とする点で、いわばA'説とも位置づけられる<sup>15)</sup>。もっとも、当時であっても、実務では、エクイティ社債発行時点の株価と転換価額等が完全に一致しておればさすがに「有利発行」に該当するものと考えられ、「有利発行」規制を回避し、つまり取締役会権限での機動的発行を確保するために、いわゆるアップ率（転換価額等がエクイティ社債発行直前の株式時価をどの程度上回っているかに関する率）を設定する慣行にあった。しかし、当時の我が国でのアップ率は、転換社債で5%程度、ワラント債で2.5%程度に設定されていたものとされ、その値の理論的根拠の希薄さや、当時のドイツにおけるアップ率（30%程度）と比較しての著しいその低さの問題性が指摘されていた<sup>16)</sup>。見方を少し転じると、エクイティ社債にあつては、社債利率を転換権等の存在により普通社債よりも低く設定することが可能となり、企業にとって有利な（低コストの）資金調達が可能であるものとされ、その結果としての大量発行が行われた訳であるが、こうしたオプションの公正価値を無視した「有利発行」判断の回避は、エクイティ社債権者への利益移転を通じ既存株主の利益を損なう可能性が高いものとして、痛烈な批判を浴びることとなった<sup>17)</sup>。要するに、エクイティ社債権者の内部では、社債の

---

14) 株価動向は基本的に不可知なものであり、安易に将来の株価動向予測に基づく前提値を使用した「有利発行」判断の尺度を使用すべきではないという意味では、筆者は株価動向不可知論に与するものである。当時の通説の問題性は、株価動向不可知論にあるのではなく、「有利発行」判断に当り、オプション価値決定理論（オプションの構造）が何ら踏まえられていなかった点に在る。

15) 藤田「前掲」注4）20頁。

16) 山下友信「ワラント債から見た日本の企業金融と会社法」落合誠一編『論文から見る現代社会と法』有斐閣、1995年、175頁～176頁。山下友信「新株引受権附社債」竹内昭夫編『特別講義商法』有斐閣、1995年、376頁～385頁。

17) 江頭「前掲」注7）174頁～177頁。

利率を低く抑える代替措置としてオプションの発行価格を有利に設定するという形での利益均衡がそれなりに図られていたものの、既存株主と転換権者等の潜在株主（オプション所持人）との間の利益考量が殆ど閑却されていたものと評価される<sup>18)</sup>。

さて、平成13年11月商法改正、すなわち、株式オプションの一般的制度化（新株予約権概念の導入）の中で、「有利発行」の解釈を巡る議論はどのような展開を見せることとなったか。A説とB説の対立構造、あるいは両説の関係性を理解する上で、格好の素材を提供するのは、国会審議における議論である。平成13年11月改正に関する法務省の「中間試案」の段階では、「発行価額は公正なる価額でなくてはならない」とされ、その解釈として「中間試案」がオプション理論に基づくB説の採用を企図していたものとする理解もあったところ<sup>19)</sup>、実際の法律文言は必ずしもそのような理解をストレートには反映せず、エクイティ社債の「有利発行」判断に関する従前の文言をそのまま踏襲したものとなったことから、その意味でA説への回帰が見られるとの理解も存在する<sup>20)</sup>。国会審議における質疑においては、政府委員（法務省）により、新株予約権発行時点に払い込まれる新株予約権の対価と新株予約権行使時における権利行使価額の合計が、発行時点において予測される権利行使期間中の株価の平均値より特に低額である場合に特に有利な条件と判断されるという趣旨の答弁が繰り返されており<sup>21)</sup>、またその一方で、同じ立案担当者からは、行使期間中の株価の平均値予測の手法に関し、現実の株式実務において採用されているブラック・ショールズ・モデルの考え方をそのまま法制化したものとの理解も示

---

18) 当時、こうしたエクイティ社債の大量発行がマーケットに受け入れられていた（当該社債がマーケットで吸収されるとともに、差止訴訟も提訴されなかった）具体的理由については「はっきりしない点が多い」とされ。藤田「前掲」注4）26頁。

19) 藤田友敬「中間試案の解説 株式に関する部分を中心として」『法律のひろば』54巻7号、2001年、11頁。

20) 藤田「前掲」注4）22頁。

21) 注10)を参照のこと。

されていた<sup>22)</sup>。こうした政府（立案担当者）の説明については、学説のサイドから、立案担当者はいくまでA説に依拠しており、また立案担当者のブラック・ショールズ・モデルに関する理解は全くの誤解に基づくものであり、本来A説とオプション評価理論に基づくB説は原理的に相容れないものとする痛烈な批判が生じたところである<sup>23)</sup>。いずれにせよ、その後の学説にあっては、A説とB説の対立構造という形の、ある意味で図式化した理解が形成され、その中で、オプション評価理論に基づくB説の通説化が進行していくこととなる<sup>24)</sup>。

さて、ここで再考すべきと考えられるのは、まずは本当に立案担当者は、オプション評価モデルにつき誤解していたのかという点と、その点とも関連するがこうしたA説とB説の対立を巡る議論の中で、ともすれば議論の実益、すなわち、株主総会の特別決議を必要とするという意味での「有利発行」（特に有利な条件）の解釈問題としての議論の本質が見失われてきたのではないかという点である。国会審議における政府委員答弁では、新株予約権の発行時点での対価と権利行使価額の合計と権利行使期間中にお

---

22) 平成13年11月20日衆議院法務委員会における政府委員（法務省民事局長）答弁

23) 藤田「前掲」注4）20頁～27頁。特に27頁の（注三〇）。要するに、ブラック・ショールズ・モデル（BSモデル）は、将来株価は予想できない（ランダム・ウォークする）ことを前提にオプション価値が計算可能とするモデルであり、その点で将来の株価予測に依拠するA説とは全く、発想を異にするという批判である。もっとも、BSモデルの理解として、完全に株価予測要因が排除されているかという点に関しては、筆者は疑問を覚える。パラメータ中のボラティリティに関しては、オプション取引実績がない会社では将来の株価変動性についても、ヒストリカル・ボラティリティにより推定された一定のものとして、対数正規分布をとると仮定した標準偏差をボラティリティとして近似しており、その意味では株価予測要因は存在するためである。

24) A説とされるのは、前田庸「商法等の一部を改正する法律要綱案の解説 [上] 株式制度の見直し・会社関係書類の電子化等」商事法務1606号、2001年、67頁～68頁。また、最近時のものとしては、前田庸『会社法入門第12版』有斐閣、2009年、317頁。も、新株予約権の「有利発行」判定に関しオプション評価理論を明示的には組み込まないという意味においてA説に分類されよう。なお、B説を採る主な文献については、注8）を参照のこと。オプションの行使価額を高くすればオプションの価値は下がるが0には決してならないという意味では、理論的にはB説の妥当性は明らかである。藤田「前掲」注4）25頁参照。

ける株価の予測平均値の比較により、前者が後者よりも特に低額である場合に「有利発行」とされるという判断枠組みを前提としつつ、過去の株価の変動の仕方(ばらつき度合い)を将来の権利行使期間中における株価のばらつき度合いに当て嵌め、各特定株価に各々の確率を乗じ、その合算を行う形で予測株価を算出するという説明がなされている<sup>25)</sup>。確かに、オプション評価理論中の平均株価予測手法の部分のみを採り上げ、肝心要のオプション価値算出の部分度を外視している嫌いはあるものの、あえて善意に解すれば、「特に有利」な場合のみを識別するには、こうしたいささか大胆過ぎる近似手法も許されるとの理解も一応は許容されるようにも考えられ、その意味で、立案担当者がオプション価値の評価モデルにつき完全に誤解した立論をなしていたとまでは断言できないように思われる。また、A説を採る論者により、「少なくとも理論的に考えれば、現在の株式の時価が10万円であり、新株予約権の行使期間を2年とし、その間に特別にその株式の時価が上がる事が予想されるような事情が存在しない場合に、新株予約権を無償で発行し、その行使の際に払い込むべき金額を10万円としたときは、有利発行にならないとしてよいと考える」との記述がなされているが<sup>26)</sup>、もとよりこれに対し、オプション価値評価理論を無視した立論との批判も可能であり、実際に全くそのとおりであろう。しかし一方では、あくまで「特に有利」な場合の判断基準としては、こうした大胆な近似もその判断基準としての簡明性の観点からは支持され得る余地もあろう。

オプション評価モデル自体の理論的フレームとしての妥当性は承認しつつも、それに依拠した新株予約権の理論的価値が、実際にどの程度、有利発行規制において既存株主の利益保護機能を果たせるかについてはその仮定・前提条件の置き方次第による理論値の相当の幅からしてなお慎重な検討が必要なものとし、しかしながら他に公正価値判定の決め手がない以上は、公正価額算定過程の可能な限りの株主への開示を通じた株主

25) 注10)、注22)の政府委員答弁を参照。

26) 前田庸「前掲」注24)『会社法入門』317頁。

の自主的な「有利発行」判断に委ねざるを得ないとする見解<sup>27)</sup>は、一定程度、説得的なものと評価されよう。しかし、問題の焦点は、一見は大量・詳細な開示により株主が本当に有意な「有利発行」判断を成し得るのかという点、その裏返しとして、「特に有利」かどうかが問題となる以上、近似的な手法による算定の開示の方が株主の実質的な判断の確保に資するのではないかという点に絞られていくのである。何故なら、「有利発行」該当性の最終的判断者は、マーケットでなくあくまで司法であり、大多数の既存株主（マーケット）が「有利発行」には該当しないものとして取締役会権限での新株予約権発行を受容していたとしても、既存株主一人の差止めの仮処分申請により、当該発行が不可能となるリスクが在るからである。その意味において、法的安定性の観点からも、ある程度客観的な判断枠組みが追究されなければならないこととなる。

## 2. モデル事例による検証

次に、A説とB説の比較を行い、オプション評価モデルに依拠しないA説のどの点が、有利発行判断基準として決定的な問題性を孕むのかにつき再度、確認してみよう。新株予約権は、新株予約権者にとり、株式を原資産とし株式会社をライターとするコール・オプションとして理解されるが、その場合コール・オプションの公正価値決定に見られる通有的性格として、新株予約権者にとり、株価上昇の利益は理論的には無制限に享受できる反面、株価下落のデメリットは新株予約権の購入価格（発行時の払込金額）に基本的に限定されるという、オプション取得者にとってのある種のリスクの非対称性が生じていることとなる。この非対称性により、オプションの価値が生成する。理解に資するために、極めて簡単なモデル（以下）を使用しよう。

---

27) 江頭憲治郎編『会社法コンメンタール 6 新株予約権』有斐閣、2009年、51頁、[吉本健一執筆]

《モデルA》

- ・新株予約権の目的となる株式の数は、新株予約権 1 個につき、10株。
- ・新株予約権の発行時の払込金額は、1 個（10株相当）につき、10万円。
- ・新株予約権の権利行使価額は、1 個（10株相当）につき、60万円。
- ・新株予約権の権利行使期間は、その発行に際しての払込金額の払込期日から起算して3か月後から2年間。（ただし、以下の考察では、さしあたり権利行使期間の要因は捨象する。）
- ・新株予約権の目的となる株式の株価（当該株式会社は、証券市場に上場しているものとする）は、新株予約権発行時点で、1株7万円。直近2年間の平均株価は1株10万円、直近6か月間平均では8万円であった。

ケースA            権利行使期間につける最高株価（10株相当）の分布確率を次のように予測。

50万円（10%）、60万円（25%）、70万円（30%）、80万円（25%）、90万円（10%）：新株予約権発行時の原資産の価値（株価）が70万円（10株相当）であること、かつトレンドとしては株価低落傾向が顕著なこと、さらに2年間という権利行使期間の長さを考慮すれば、中心を70万円に設定した ケース    の最高株価分布確率予測は直観的にも相当弱気なものとして評価される。要するに発行時の払込金額と権利行使価額の合計値が発行時の株価と見合っており、かつ予測株価も発行時株価と同一のケースである。

\* この場合の予測株価は、一応、 $(50万円 \times 10\%) + (60万円 \times 25\%) + (70万円 \times 30\%) + (80万円 \times 25\%) + (90万円 \times 10\%) = 70万円$ となる（新株予約権発行時の株価に一致）。

\* この場合のコール・オプションの価値（金利要因等を捨象）

株価水準(10株)    権利行使の有無    コール・オプションの損益

新株予約権の有利発行に関する一考察（村田）

50万円	行使しない	10万円の損(権利行使の放棄)
60万円	行使しない	10万円の損(権利行使の放棄)
70万円	行使する	プラス・マイナス0円
80万円	行使する	10万円の利益(市場売却)
90万円	行使する	20万円の利益(市場売却)

\* 以上の損益に株価の予測分布確率を掛ける。

$$(-10万円 \times 10\%) + (-10万円 \times 25\%) + (0万円 \times 30\%) + (10万円 \times 25\%) + (20万円 \times 10\%) = 1万円$$

\* 以上の計算から，このコール・オプションの価値は1万円と計算される。

\* A説に依拠すれば(株価予測が一応，合理的なものと仮定して)，「有利発行」には該当しないこととなる。何故なら，予測株価は70万円であり，一方で新株予約権発行時の払込金額と権利行使価額の和は70万円であるため，後者が前者を著しく下回っていることはないからである。

\* 一方で，B説に依拠すれば，「有利発行」への該当性判断については微妙である。1万円というオプションの価値が検出され，かつそれが，新株発行時点での払込金額と権利行使価額の合計値に反映されていないという意味では，オプション理論上，「有利な」発行が行なわれているものと一応は評価出来る。しかし，その水準が「特に有利」かとなると，オプション価値の1万円と70万円(10万円+60万円)を比較した場合，70分の1の水準であり，新株の有利発行判断における最大10%程度のディスカウントの許容とのアナロジーからは，「特に有利」とまでは判断されない可能性が高い。

ケースA            ケース    における株価予想は余りに消極的なものとして，予想最高株価の中心線を70万円から80万円への10万円アップさせたケースである。すなわち，権利行使期間につける最高株価(10株相当)の分

布確率を次のように予測。

60万円(10%), 70万円(25%), 80万円(30%), 90万円(25%), 100万円(10%)

\* この場合の予測株価は、一応、 $(60万円 \times 10\%) + (70万円 \times 25\%) + (80万円 \times 30\%) + (90万円 \times 25\%) + (100万円 \times 10\%) = 80万円$ となる。

\* この場合のコール・オプションの価値は、  
 $(-10万円 \times 10\%) + (0万円 \times 25\%) + (10万円 \times 30\%) + (20万円 \times 25\%) + (30万円 \times 10\%) = 10万円$

と計算される。

\* A説に依拠すれば、新株予約権発行時の払込金額(10万円)と権利行使価額(60万円)の和(70万円)と予測株価(80万円)を比較した場合、前者が後者を著しく下回っている(12.5%のディスカウント)ものとして「有利発行」に該当する可能性が高いこととなる。

\* 一方で、B説に依拠すれば、コール・オプションの価値である10万円は、70万円(10万円+60万円)と比較した場合、7分の1の水準に達しており、10%を超える水準にあるものとして A説に依拠した場合と同様に「有利発行」に該当するものと判断されよう。

ケースA ケースA 1をベースとし、オプションの権利行使期間中の株価が そのようなことは、上場企業では通常あり得ないが新株予約権発行時の株価と同等の一定値(70万円)を維持した(すなわち volatility は0)と仮定したケースである。換言すれば、予測最高株価の確率分布は100%の確率で70万円のケースと同等である。

\* この場合のコール・オプションの価値は、当然のことながら、 $0円$   
 $(70万円 - 70万円) \times 100\% = 0円$ となる。

\* 従って、この場合、A説に依拠しても、B説に依拠しても「有利発行」の問題は生じないこととなる。

ケースA ケースA をベースとし、ケースA と同様に、オ

プシヨンの権利行使期間中の株価が、一定値（80万円）を維持した（すなわち volatility は 0）と仮定したケースである。

- \* この場合のコール・オプションの価値は、10万円（80万円 - 70万円） $\times 100\% = 10$ 万円となる。
- \* 従って、この場合、A説に依拠しても、B説に依拠しても「有利発行」に該当する可能性が高い。

《モデルB》 モデルAが、新株予約権の有償発行のケースであったのに対し、モデルBは、無償発行のケースである。新株予約権発行時の払込金額を0円とし、権利行使価額を70万円とする他は、全てモデルAで用いた前提・条件を維持するものとする。

ケースB - ケースA で用いた予測最高株価分布と同一のケース。

- \* この場合のコール・オプションの価値は、 $(0 \text{万円} \times 10\%) + (0 \text{万円} \times 25\%) + (0 \text{万円} \times 30\%) + (10 \text{万円} \times 25\%) + (20 \text{万円} \times 10\%) = 4.5$ 万円となる。
- \* この場合、A説に依拠すれば、70万円（0円 + 70万円）と70万円（予測）の比較により、ケースAと同様「有利発行」とは判断されない。一方で、B説に依拠すれば、コール・オプションの価値である4.5万円と70万円の比較により、「有利発行」への該当性については、相当微妙な判断を求められることとなる。

以上の極めて単純化された前提を用いた5つのケースからさえ、「有利発行」判断の在り方について、幾つかの重要な示唆を汲み取ることが可能である。まず、ケースAからは、コール・オプション取得者の保持するリスク（利益）の非対称性が鮮やかに理解される。権利行使期間中における株価の上昇に関しては無制限的にその利益を享受し得る反面、株価の下振れリスクは、基本的に（金利要因を捨象すれば）オプションの取得価格に限定される。その結果、ケースAでは、A説によれば「有利発

行」の問題は全く生じない一方で、B説によれば、特に有利とまで評価されるかは別論として、少なくともオプション取得者に価値が生じているため（裏を返せば、既存株主からの利益移転が生じているため）、有利発行の問題が生じ得ることとなる。より分析的に見れば、A説はオプションの損益構造の非対称性（本源的価値 intrinsic value）と、その将来における株価（原資産価値）上昇の期待的価値（時間的価値 time value）を共に無視した判断枠組みであることが理解され、その意味でA説の判断枠組みとしての粗雑性が明確化される。と同時に、B説のアプローチによれば、

A説とは異なり およそオプションとしての通有性から常に新株予約権の発行に当たっては その多寡はさておき オプションとしての価値（すなわち既存株主からの利益移転）が生じ、すなわち有利発行への該当性の問題が必然的に随伴する（完全に有利発行判断を免れる新株予約権はあり得ない）こととなる。とすれば、B説に依拠した場合、問題の核心は「特に」有利かどうかの判断尺度の問題に収斂することとなる。実はこの点が難問である。ケースA では、新株発行における「有利発行」判断との些か乱暴なアナロジーから、オプション価値を、オプション取得価額＋権利行使価額で除した値で、一応の判断を行っているが、こうした手法に難点があることは容易に理解されよう。これに対し、A説によるアプローチは、新株予約権の発行価額と行使価額の合計と（予測）株価との単純比較を問題にする点で、その粗雑性を一旦、横に置けば 新株の有利発行判断とのアナロジーに馴染み易い発想と評価できる。そもそも会社法は、「特に有利な」発行であっても、株主の特別多数意思により、すなわち多数決原理によって「有利発行」の違法性（既存株主から新株予約権者への利益移転）は治癒されるという発想に立っているし、また、新株発行においても「特に有利」とされるレベルについては、相当謙抑的な司法による判断が行われてきていることを踏まえれば、A説的な発想も否定し去る必要はないようにも思われる。

次にケースA とA の比較からは、次の点が理解されよう。まず、

予想最高株価の分布中心線を、わずか10万円（10株相当）上方へシフトさせただけで、「有利発行」該当性の結論が、A説に依拠しようがB説に依拠しようが、ガラッと変化する点である。ケースAの諸前提の中で、10万円程度の予想価格の変動は、ともに合理的な予測の範囲内とも評価される。新株予約権発行時点における、過去の株価平均からは、Aでも相当程度、保守的な予測と評価され得る反面、近時の株価下落傾向がトレンドとして続く見通しがあれば、Aでの株価予測も決して不合理とまでは評価されないであろう。また、AからAへの、若干の予測株価シフトが、ここまで、「有利発行」判断における白黒を隔てるのは、オプションのリスク非対称性等がオプション価値の変動（増加）を増幅させる構造を有するからでもある。要するに、株価予測の在り方が、「有利発行」判断に際し、ある意味で決定的な要因となり得る点が、こうした事例分析から体感出来よう。換言すれば、一見精緻なオプション評価モデルに依拠しても、株価予測値の算定の仕方次第では、オプションの公正価値は大きな振幅を生じ、その規範性はA説的な旧態依然とした判断枠組みにも劣る可能性があるものと評価されよう。

Aと、Aは、ともに、権利行使期間中における株価が一定値を維持するという、些か非現実的な仮定を置いたケースである。これらのケースからは、株価変動要因（volatility）を組入れないA説が、オプションの価値測定ひいては新株予約権の「有利発行」判断に当り、いかに不合理な結果を招来するかという問題性と、それにも係らずA説の有する、簡明性（可視性）という観点からのある種のアドバンティジが、極端化された形で読み取れよう。

最後に、ケースB-であるが、このケースは、新株予約権の無償発行のケースである。ケースAとの比較を通じ、A説に依拠すれば、有償発行・無償発行の差異にかかわらず、オプションの発行価額と権利行使価額の和さえ同一値であれば、「有利発行」判断に完全に中立的である一方で、B説に依拠した場合は、たとえオプション発行価額と権利行使価額の

和が一定でも、その配分比率によりオプションの価値が変動する(すなわち「有利発行」判断に影響を与える)という構造が、端的に理解されよう。なお、一連の事例分析を通じ、次の点についても理解することが出来よう。B説では、発行価額とオプション評価理論に基づく公正価値を比較し、「有利発行」該当性の判断を行うものとするが、発行価額自体は権利行使価額の水準との相関関係の中で設定されるものであり、その意味では、既に設定された後の発行価額とオプション理論に基づく公正価値を比較することには特段の規範的意味は付与されないという点である。この点、A説が、発行価額と権利行使価額の合計値のみを問題とし、その内訳(配分)を問題としないことは、もちろん他の問題点は多々あるものの、その点に限って言えば、妥当と言えなくもないこととなる。

以上の単純化されたケースを用いた検証を通じ、「有利発行」判断基準としてのA説の粗雑性(限界性)が、体感的に理解されたものと考えられる。また、その一方で、いかに株価の予測要因を組み込むことが、オプション価値測定に当たっての裁量的(恣意的)要因となるかについても、一定のイメージが抱かれたものと思われる。

### 3. ブラック・ショールズ・モデルとその限界

実務で使用されているオプション評価モデルには、連続時間型モデルとしては、株主配当を考慮しないブラック・ショールズ・モデル(以下、BSモデルと略記)や、株主配当を考慮してBSモデルを修正したマートン・モデルがあり、また離散時間型モデルとしては格子(ツリー)モデル(二項モデル、三項モデル)が活用される。

理解に資するために、まずは、BSモデルと、マートン・モデルを以下に掲げる<sup>28)</sup>。

---

28) 両モデルの出典は、共に、荒井邦彦・大村健編著『改定版 新株予約権・種類株式の実務』(以下、『実務』)第一法規、平成21年、141頁～147頁。

## ブラック・ショールズ・モデル (BS モデル)

$$C = SN(d_1) - Ke^{-r\tau}N(d_2)$$

$$d_1 = \frac{\log\left(\frac{S}{K}\right) + \left(r + \frac{\sigma^2}{2}\right)\tau}{\sigma\sqrt{\tau}}$$

$$d_2 = \frac{\log\left(\frac{S}{K}\right) + \left(r - \frac{\sigma^2}{2}\right)\tau}{\sigma\sqrt{\tau}}$$

$C$  : コールオプションの評価額

$S$  : 原資産価格 (= 株価)

$K$  : 権利行使価格

$N(dx)$  : 値が  $dx$  のときの標準正規分布の累積密度関数

$e$  : 自然対数の底

$r$  : 無リスク利率 (リスクフリーレート)

$\tau$  : 権利行使期間

$\sigma$  : ボラティリティ (株価変動性)

なお、ここで、最上段の式から  $N(dx)$  や  $e$  などを削除すると、 $C = S - K$  となり、本源的価値に純化される。

## マートン・モデル

$$C = e^{-q\tau}SN(d_1) - e^{-r\tau}KN(d_2)$$

$$d_1 = \frac{\log\left(\frac{S}{K}\right) + \left(r - q + \frac{\sigma^2}{2}\right)\tau}{\sigma\sqrt{\tau}}$$

$$d_2 = d_1 - \sigma\sqrt{\tau}$$

$C$  : オプションの評価額

$S$  : 原資産価格

$K$  : 権利行使価格

$r$  : 無リスク利率

$q$  : 配当利回り

$\tau$  : 満期日までの期間

$\sigma$  : ボラティリティ

BS モデルが、数あるオプション評価モデルの中で魅力的とされる理由は、各パラメーター（原資産価格、権利行使価格、無リスク利子率、権利行使期間、ボラティリティー）の中で、直接観察しにくいパラメーターがボラティリティーに限定される点に求められる。また、BS モデルが配当を考慮しない点については、配当を考慮するマートン・モデルも、所詮は過去の配当実績を前提としたモデルであり配当政策の変更は織り込めないという意味で大きな限界性を内包するものと評価される<sup>29)</sup>。BS モデルの限界性として予てより指摘されるのは、BS モデルは無リスクの裁定機会がないことを前提とするが、現実の市場はそのように効率的ではない、

新株予約権には譲渡制限が付けられることが多いが、これは BS モデルの前提とする仮定に反する、各パラメーターの中で、直接観察しにくいものが、ボラティリティーに限定されるとしても、株式オプションが市場取引されオプションの市場価格から（インプライド・）ボラティリティーが逆算可能な場合は限られ、その結果、過去の株価（原資産）変動から統計的に推定するヒストリカル・ボラティリティーという信頼性の低い手法に頼らざるを得ない、といった諸点である<sup>30)</sup>。また、実際に発行され、「有利発行」該当性に関する司法判断の俎上に載せられている新株予約権については、行使価額修正条項や取得条項、消却条項あるいは早期償還条項が付されているものが多く見られる。これらある意味で、オプションの理論価値算定に決定的な影響を与える要因に関し、BS モデルは何ら有効な公正価値修正メカニズムを内包していない点も指摘せざるを得ないであろう<sup>31)</sup>。また、BS モデルは、特定日のみに権利行使が可能なヨーロ

29) 藤田「前掲」注8)『法学教室』114頁～115頁。

30) 飯屋「前掲」注6)藤田「前掲」注29)一部、「前掲」注28)『実務』143頁。

31) 極端に言えば、実勢株価に行使価額が連動するような設計がなされた新株予約権は、たとえそれが法的には新株予約権としての要件を満たしていても、経済機能的には最早、コール・オプションとは別異なものと考えざるを得ないであろう（「サンテレホン事件」を参照のこと）。この点に関し、MSCBにつき、会社法上の有利発行規制が機能するための前提に欠ける旨指摘するものとして、藤田友敬「株式会社の企業金融（2）」『法学教室』No. 265, 2002年, 80頁。あるいは、久保田安彦「転換価額修正条項付転換社債型

ピアン・オプションに関するモデルであるが、実際の新株予約権の殆どは特定の行使期間内であればいつでも権利行使可能なアメリカン・オプションである。この点に関しては、アメリカン・オプションについても行使期限いっぱいまで行使しないで持っていることが投資家にとって合理的なものであるとして期限前の行使を想定する必要はなく、その意味においてBSモデルはアメリカン・オプションにもそのまま妥当するという見解も唱えられるものの<sup>32)</sup>、そのような前提（期限前行使を想定しない）は非現実的なものと考えられる。従って、アメリカン・オプションに関しては、そもそもアメリカンタイプを前提として構築された格子（ツリー）モデルの方が理論的にも適合性を有することとなる<sup>33)</sup>。

確かにBSモデルはシンプルで美しい。反面その美しさ故に現実の様々な新株予約権の設計に対し、理論的汎用性を有しないという強い限界性を持つ。この点、二項モデル等の格子モデルは解析式はないものの、アメリカン・オプションのみならず、価格修正条項や転換上限価格・転換下限価格等が付されているオプションにも適用可能であり、その汎用性は相対的に高いものと評価される<sup>34)</sup>。もっとも、格子モデルも、無裁定理論（全投資家が合理的行動をとる完全市場では、満期時に同じ価値をもたらすポートフォリオは投資額も同額）を前提とするという限界性は有する。

オプション評価モデルの限界性を強調し新株予約権の公正価値把握の不可能性を前提とする割り切りは、A説に親和的なものとする反面、そのような割り切りを行った場合のデメリット（既存株主の負担コストを考慮外に置く点）の大きさの方を強調し、同じ割り切りを行うのであれば、オプションの公正価値把握が可能であると割り切る方が正当であるとする見解

---

新株予約権付社債」『会社法の争点』ジュリスト増刊、平成21年、91頁。

32) 藤田「前掲」注8)『法学教室』114頁。

33) 「前掲」注28)『実務』276頁。なお、モンテカルロ・シミュレーションも、アメリカン・オプションの評価には馴染まないものとされるが、近時は、最小二乗モンテカルロ法のようにアメリカン・オプションに適合するモデルの開発もなされている。『実務』276頁。

34) 「前掲」注28)『実務』154頁～155頁。

が見られる<sup>35)</sup>。そこでは、さらに新株予約権の公正価値把握可能性と株式(現資産)の公正価値把握可能性との基本的な等価性が前提とされる<sup>36)</sup>。しかし、両者は決して等価ではあり得ないし、二つの割り切りの比較考量に関しても、そう単純に判断出来る問題ではない。もちろん、今日にあって、完全にオプション理論を無視したA説の亡霊を復活させることが適当でないことは言うまでもない。規範性・可視性の快復との狭間で、どういった近似的手法の採用が適切かを探究する必要があるものと言えよう。

## ・MSSO(行使価額修正条項付新株予約権)に関する判例の検討

行使価額修正条項付新株予約権とは、権利行使価額に修正条項が付され、株価に連動して一定の算式の下、当該価額が上方あるいは下方に修正される新株予約権のことであり、MSSO(Moving Strike Stock Option)あるいはMSW(Moving Strike Warrant)と略称される。エキゾチック・オプションの一種であるMSSOは、権利行使価額を株価に連動させることにより引受サイドのリスクの軽減が可能となるメリットがある反面<sup>37)</sup>、資金調達の確実性の面ではMSCB(Moving Strike Convertible Bond)に劣るものとされ、また、隠れた買収防衛策として利用されることもあるものとされる<sup>38)</sup>。比較的近時に、二つのMSSOに関する募集新株予約権発行差止仮処分申立事件が出現したが、これらについての司法判断(決定例)は、「有利発行」判断の枠組論につき示唆を与えるものである。すなわち、サンテレホン事件(東京地決平成18年6月30日、金融・商事判例1247号6頁)および、第一次オープンループ事件(札幌地決平成18年12月13日、金

35) 仮屋「前掲」注6)29頁~30頁。

36) 仮屋「前掲」注6)30頁。

37) 「前掲」注28)『実務』158頁。

38) 川口幸美「新株予約権の有利発行規制の一考察 MSCBとMSSOを素材として」『駒澤法学』第7巻第4号、2008年、3頁。

融・商事判例1259号14頁）であり、いずれの事案においても裁判所は「有利発行」に該当するにも関わらず株主総会の特別決議を欠くものとして、会社法247条1号による差止めの仮処分を命じた<sup>39)</sup>。両事件における新株予約権のスキームの詳細については省略するが、共に新株予約権には行使価額修正条項とともに取得条項が付されており、また、オプション評価モデルとしては、サンテレホン事件では二項格子モデルが、第一次オープンループ事件ではBSモデルが使用されていた。さらに、両事件は、ともに急速に当該株式会社の株式を買い増す大株主が出現する中で、単独の第三者（三菱UFJ証券あるいはリーマン・ブラザーズ（アジア））に対し募集新株予約権の第三者割当発行が行われたケースであり、その意味で買収防衛策的な意味が債務者はもとより資金調達目的を主張するが伏在することを窺わせる事案である点でも共通性を有する<sup>40)</sup>。なおこの点に関し、両ケースとも裁判所は、債権者の主張の中で「不公正発行」の主張（会社法247条2号）に関しては、判断を行っていない。しかし、両事案ともいわば誰が見ても「有利発行」該当性が歴然としているケースであり、株主総会の特別決議を経ていないという法令違反がクリアーに認定される以上、より微妙な判断が要求される「不公正発行」に関する判断を裁判所

---

39) MSSO 以外の募集新株予約権につき、「有利発行」該当性が争われた事案としては、ニッポン放送事件（東京地決平成17年3月11日，金融・商事判例1213号2頁），TRNコーポレーション事件（東京地決平成18年1月17日，商事法務1756号56頁），オートボックスセブン事件（東京地決平成19年11月12日，金融・商事判例1281号52頁），第二次オープンループ事件（札幌地決平成20年11月11日，金融・商事判例1307号44頁），丸八証券事件（名古屋地決平成20年11月19日，金融・商事判例1309号20頁）がある。なお、これらの事案のうち には三項格子モデルが， にはBSモデルが， にはモンテカルロ・シミュレーションが使用されていた。また， には消却条項が， には早期償還条項が， には取得条項が付されていた。結果的に「有利発行」と裁判所により判断されたのは， のみである。

40) サンテレホン事件では、資金調達目的を重視すればするほど取得条項の発動を前提とする大幅な発行価額引下げが不合理なものとして仮処分が認容され易くなるという自縄自縛の状況が指摘される。川口恭弘「募集新株予約権の有利発行」『ジュリスト』No. 1332（重要判例解説），2007年，108頁。

が回避したことは妥当なものと評価される。両事件につき、裁判所の「有利発行」認定の基本的なロジックは、これまた共通する。すなわち、第一に「有利発行」判断基準としてのオプション価格決定理論を(BSモデル、二項格子モデルともに)承認するとともに、第二に取得条項の存在は公正なオプション価値評価額を引き下げる要素として考慮可能であるとし、第三には、第二の考慮を行ったとしても不合理なまでにオプション理論に基づく公正価値から実際の発行価額が乖離している(引き下げられている)場合は、「有利発行」に該当するものとするものである。

このような判断枠組みは、立証・疎明責任論の観点からは、次のように評価されよう。「特に有利」な価額であるという疎明はもとより債権者側の要証事実であるが、あまりにオプションの公正価値から発行価額が乖離している場合は、その乖離の合理性につき疎明責任が債務者側に転換されるという考え方である。こうした判断枠組みは実際の仮処分の実務上は、優れて妥当なものと評価されようが、その半面、本事例では、裁判所は何をもって合理的な乖離の程度とするかという一般的な判断基準は何ら示しておらず、その意味でその結論は妥当なものとしても課題性の残る点は止むを得ないものと言えよう。視点を変えれば、当該発行会社は、新株予約権の発行に際しての事前開示において、その「有利発行」への非該当性を説得するだけの根拠を何ら提供していないものとも評価され、既存株主が判断し得る前提すら不存在な事案であったものと言える。

さて、二つの事案、特にサンテレホン事件については多くの判例批評がものされている<sup>41)</sup>。各評釈では、押しなべて、裁判所がオプション評価理

41) サンテレホン事件に関する判例批評としては、吉本健一「判批」京都大学商法研究会『商事法務』No. 1893, 2010年3月, 50頁~54頁。川口恭弘「判批」『ジュリスト』No. 1332(重要判例解説), 2007年, 107頁~108頁。山岸暢子「判批」東京大学商法研究会『ジュリスト』No. 1375, 2009年, 132頁~135頁。鳥山恭一「判批」『法学セミナー』623号, 2006年, 121頁。大塚和成「判批」『銀行法務21』672号増刊号, 2007年, 94頁。久保田安彦「サンテレホン事件 取得条項付新株予約権と有利発行の判断基準」『別冊金融・商事判例 M&A判例の分析と展望』2007年, 146頁~165頁。第一次オープンループ事件に関しては、久保田安彦「オープンループ事件 募集新株予約権の払込金

論の「有利発行」判断基準としての正当性（すなわちB説）を承認したことにつき肯定的な評価がなされている。確かに両決定の中では、一般論的に、取締役会において決定された払込金額が公正なオプション価額を大きく下回るときに原則として「有利発行」に該当する旨が述べられており、裁判所がB説に立ったものとの理解は正当である。しかし、こうした「有利発行」の一般的判断基準については、当事者間で特に争いがなかった点であり、裁判所は単に当事者主張に依拠したのみであるものとして、B説を正当としたことから反射的にA説の可能性を完全に排斥したものとまでは評価し得ないであろう。サンテレホン事件決定につき、新株予約権の理論価格の算定は曖昧であり、取得条項なども考慮すれば理論価値はさらに曖昧化すると認識に立ちつつ、有利発行を認定しやすい例外的ケースとは言え、有利発行規制の潜脱に一定の歯止めをかけようとしたものとして高く評価する見解もあるが<sup>42)</sup>、もともと本件は誰が見ても「有利発行」に該当すると判断する稚拙な（極端な）ケースであり、その意味では、本件は事案の個性が強く、そこから「有利発行」該当性判断に関する具体的解釈基準を導くことは困難なものとする評価が正鵠を得たものと言えよう<sup>43)</sup>。要するに、発行価額の設定がより巧妙で限界的なケースでは、裁判所は判断に困惑することとなる<sup>44)</sup>。この点に関し、行使価額修正条項や取得条項が付されている場合の公正なオプション価額算定は非常に困難なものとして、発行会社サイドに有利発行に該当しないことの事実上の証明（疎明）責任を負わせることで既存株主の利益保護を図るべきものとする提言も見られるが<sup>45)</sup>、

---

額を算出する際に用いるべき行使価額」『別冊金融・商事判例 M&A判例の分析と展望』2007年、166頁～185頁。若松亮「新株予約権の有利発行該当性についての考察 オープンループ事件決定」『金融・商事判例』1271号、2007年、5頁。

42) 久保田「前掲」注41)「サンテレホン事件」149頁。

43) 吉本「前掲」注41) 52頁。

44) 吉本「前掲」注41) 54頁。では、本件よりもより複雑な内容のスキームにより、またより洗練された戦術が用いられた場合に、新株予約権の有利発行規制そのものが機能不全に陥る懸念が表明される。

45) 吉本「前掲」注41) 54頁。

やはり立証責任分配論の原則からすればこのような立論は難しいものと考えられる<sup>46)</sup>。また、第一次オープンループ事件において、札幌地裁により、取得条項が付されている場合において新株予約権の「有利発行」を判断する際には、取締役会が自由に決定できる裁量の範囲内の最も低い金額(すなわち発行会社にとり最も不利な内容)を基準とすべきとの判断がなされていることを踏まえ、サンテレホン事件に関しても、取得条項が付されていないものとして公正なオプション価値を算定すべきものとする見解がある<sup>47)</sup>。確かに取得条項の存在が公正価値の引き下げ要因になることは是認されるものの、取得条項を行使しないことが発行会社に最も不利なものとして取得条項が付されていない新株予約権の公正価値を基準とすべきという考え方には論理の飛躍が見られる。

むしろ、サンテレホン事件で使用されたスキームに関する問題の本質は、行使価額修正条項(下方修正条項)が付されていた点に見出され、行使価額が株価の実勢に連動して修正されるのであれば、最早、そのようなスキームにあっては、オプションとしての本質は喪失しており<sup>48)</sup>、オプション価格決定理論が妥当する対象とは評価し得ないものと考えられよう。その意味において、行使価額修正条項の付された新株予約権においては、逆にA説的な(正確にはA'説的な)判断枠組みの方が相対的には親和性を有するものとも考えられよう。

MSCB についてであるが、ここではスキームの複雑性からオプション評価モデルの内在的限界性がとりわけ顕著に現われ、会社法の有利発行規制が機能するための前提に欠けるといえるものの、やはりそれでもオブ

---

46) 修正法律要件分類説に依拠したとしても、スキームが複雑な場合、「特に有利ではない」という立証(疎明)と、「特に有利である」という立証(疎明)の困難度は、優劣つけ難く、その意味では、立証責任分配の原則に戻り、既存株主が立証責任を負うこととなる。

47) 吉本「前掲」注41)54頁。

48) サンテレホン事件のスキームでは、権利行使価額に上下限が設定されており、その意味で、行使価額修正条項が存在しても、完全にオプションの本質が失われていた訳ではない。しかし、そのオプション性は、極めて希薄なものと言えよう。

ション評価モデルを用いなければ公正価額の算定はさらに信頼性が乏しくなるとする見解がある<sup>49)</sup>。しかし、このような考え方はオプション理論への、一種の信仰告白に過ぎない。問題の核心は、実務上多用されるエキゾチック・オプションに関し、その類型別に、市場関係者や司法が共有し得る、近似化された公正価値算定法を工夫することに在るものと言える。

## ．展 望

新株予約権の「有利発行」判断基準に関する学説として揺るぎない地位を占めていたB説についても、近時には批判の狼煙が上り、その通説的地位に動揺が見られる<sup>50)</sup>。かと言え、単純にA説の立場に復帰することも、今日においては、また採り得ない選択肢と言える。同じくオプション価値決定理論に依拠するとしても、BSモデルに比べ、二項格子モデルの方が、特にエキゾチック・オプションにおいて汎用性に優れるものと評価される。と同時に、二項格子モデルを基礎としつつも、より近似化・簡略化を推し進めたモデルを開発することにより、司法や市場関係者による実効的な「有利発行」該当性判断が可能となるべく、規範の「可視化」が図られることが望まれよう。その場合、本稿でのモデル分析で使用したような幾通りかの株価予測に基づく、簡単なシミュレーションの結果を開示するという手法の併用も一考に値しよう。いずれにせよ、本稿では問題点の抽出しかなし得ておらず、その意味で、今後の具体的検討の端緒を提供したものに過ぎない。

---

49) 久保田安彦「転換価額修正条項付転換社債型新株予約権付社債」『ジュリスト』増刊『会社法の争点』2009年、91頁。

50) 近藤光男・柴田和史・野田博『ポイントレクチャー会社法』有斐閣、2009年、343頁～345頁。では、B説への疑問が呈されるとともに、どのようにして新株予約権の現在価値の評価を行うべきかは、現在の会社法学における最大の課題の1つとされる。しかし、そこでは具体的な展望は示されない。