

## CAPITAL MARKETS BULLETIN

2018年10月号 (Vol.39)

### ユーロ円建転換社債型新株予約権付社債の有利発行該当性等に関する裁判例（東京地裁平成30年9月20日判決（大王製紙事件））

I. はじめに

II. 事案の概要

III. 主要な争点と裁判所の判断

IV. まとめ

森・濱田松本法律事務所

弁護士 鈴木 克昌

TEL. 03 6212 8327

katsumasa.suzuki@mhmjapan.com

弁護士 石井 裕介

TEL. 03 5223 7737

yusuke.ishii@mhmjapan.com

弁護士 河島 勇太

TEL. 03 6266 8734

yuta.kawashima@mhmjapan.com

弁護士 奥田 亮輔

TEL. 03 6213 8106

ryosuke.okuda@mhmjapan.com

#### I. はじめに

東京地方裁判所は、平成30年9月20日、大王製紙株式会社（以下「大王製紙」といいます。）が平成27年9月1日開催の取締役会において発行を決議した2020年満期ユーロ円建転換社債型新株予約権付社債（以下「本件新株予約権付社債」といいます。）に関する同社取締役らに対する損害賠償請求事件（以下「大王製紙事件」といいます。）の判決（以下「本判決」といいます。）を言い渡しました。

当事務所では、本件新株予約権付社債の発行手続に関して、大王製紙に対してリーガル・アドバイスを提供するとともに、本稿執筆者を含むチームで、被告取締役らに対して補助参加した大王製紙を共同代理して訴訟追行し、勝訴いたしました。

本判決は、公募型の新株予約権付社債の発行に関する有利発行該当性の判断基準を判示した初めての裁判例である等、公募による新株予約権付社債の発行実務に重要な影響を及ぼす内容となっているため、本ニュースレターにおいてご紹介いたします。

#### II. 事案の概要

大王製紙は、平成27年5月に公表した第二次中期事業計画<sup>1</sup>に基づく成長戦略の推進において必要となる資金需要に対応するため、同年9月1日開催の取締役会において、社債額面金額合計300億円の本件新株予約権付社債の発行（以下「本件発行」といいます。）を決議しました。

<sup>1</sup> 平成27年5月28日付「第2次中期事業計画（Step-up～飛躍と拡大）」

## CAPITAL MARKETS BULLETIN

本判決において認定された本件新株予約権付社債（以下、本件新株予約権付社債のうち新株予約権のみを「本件新株予約権」と、社債のみを「本件社債」といいます。）の発行条件の概要は、以下のとおりです。なお、下記 6. (5) に記載の転換価額は、大王製紙及び共同主幹事引受会社がブックビルディングを行い、決定されたものとなります。

本件新株予約権付社債の発行条件の概要		
1.	本件社債の額面金額	1,000万円
2.	本件社債の払込金額	本件社債の額面金額の100.5%
3.	本件新株予約権と引換えに払い込む金銭	本件新株予約権と引換えに金銭の払込みを要しない。
4.	本件社債の払込期日及び発行日	平成27年9月17日（ロンドン時間）
5.	募集の方法	Daiwa Capital Markets Europe Limited 及び Morgan Stanley & Co. International plc を共同ブックランナー兼共同主幹事引受会社とする幹事引受会社（以下「共同主幹事引受会社」といいます。）の総額個別買取引受けによる欧州及びアジアを中心とする海外市場（但し、米国を除く。）における募集
5.	本件社債の募集価格	本件社債の額面金額の103.0%
6.	本件新株予約権に関する事項	
(1)	新株予約権の目的である株式の種類、内容及び数	大王製紙株式とし、本件新株予約権の行使により大王製紙が大王製紙株式を交付する数は、行使請求に係る本件社債の額面金額の総額を下記(5)の転換価額で除した数とする。
(2)	発行する新株予約権の総数	3,000個及び代替新株予約権付社債券（本件新株予約権付社債につき発行される記名式の新株予約権付社債券の紛失、盗難又は滅失の場合に適切な証明及び補償を得て発行する新株予約権付社債券をいう。以下同じ。）に係る本件新株予約権付社債の額面金額の合計額を1,000万円で除した個数の合計数
(3)	新株予約権の割当日	平成27年9月17日（ロンドン時間）
(4)	新株予約権の行使に際して出資される財産の内容及びその価額	本件新株予約権の行使に際しては、当該本件新株予約権に係る本件社債を出資するものとし、当該本件社債の価額はその額面金額と同額とする。
(5)	転換価額	1,443円
(6)	新株予約権を行使することができる期間	原則として、平成27年10月1日から平成32年9月3日まで（行使請求受付場所現地時間）
7.	本件社債に関する事項	
(1)	社債の総額	300億円及び代替新株予約権付社債券に係る本件社債の額面金額合計額を合計した額
(2)	社債の利率	本件社債には利息は付さない。
(3)	社債の償還の方法及び期限	①満期償還 平成32年9月17日（ロンドン時間）に本件社債の額面金額の100%で償還する（満期償還）。

## CAPITAL MARKETS BULLETIN

			②繰上償還 (i) 130%コールオプション条項による繰上償還、及び (ii) 3年後以降の繰上償還条項による繰上償還
8.	上	場	取引所
			本件新株予約権付社債をシンガポール証券取引所に上場する。

大王製紙事件は、大王製紙の株主（本件発行当時の議決権保有比率は 21.96%）である北越コーポレーション株式会社（旧商号：北越紀州製紙株式会社。以下「北越 CP」といいます。）が、本件発行に関与した大王製紙の取締役 13 名を被告として、同取締役らには、①本件発行が有利発行に該当するにもかかわらず、会社法上の必要な手続を経ることなく発行を強行した任務懈怠がある、②本件発行が不公正発行に該当するにもかかわらず、その発行を強行した任務懈怠がある等と主張して、会社法 429 条 1 項又は民法上の不法行為に基づき、本件発行後の株価下落による損害の賠償を求めた事件です。大王製紙は、本事件の第 1 回期日から被告取締役らに対して補助参加し、被告取締役らと共に訴訟追行を行いました。

### Ⅲ. 主要な争点と裁判所の判断

大王製紙事件では、以下の点等が主要な争点となりました。

- ① 本件発行の有利発行該当性について（後記 1.）
  - (i) 本件発行が有利発行に該当するか否かの判断基準（後記 1. (1)）
  - (ii) ブックビルディングにより決定された発行条件が、仮条件の範囲を下回った場合の有利発行該当性判断への影響（後記 1. (2)）
  - (iii) 新株予約権の公正価値を評価するに当たって、当該新株予約権の発行による株式の市場価格への影響を考慮することの当否（後記 1. (3)）
  - (iv) 新株予約権付社債の新株予約権部分の実質的な対価の算定に当たり、募集価格を用いることの当否（後記 1. (4)）
- ② 本件発行の不公正発行該当性について（後記 2.）

#### 1. 本件発行の有利発行該当性について

本判決は、新株予約権付社債の公募について、ブックビルディングによりその発行条件を決定した場合には、客観的資料に基づく一応合理的な算定方法によって発行条件が決定されたということができ、当該発行条件は、特段の事情がない限り、会社法 238 条 3 項 1 号にいう「特に有利な条件」には当たらないと解するのが相当であると判示した上で、北越 CP の主張する事情を踏まえても、かかる「特段の事情」があるということとはできないと判示して、本件発行の有利発行該当性を否定しました。

## CAPITAL MARKETS BULLETIN

## (1) 新株予約権付社債の公募について、ブックビルディングによりその発行条件を決定した場合の有利発行該当性の判断基準について

## (a) 新株予約権付社債の発行に関する一般論

本判決は、まず、新株予約権付社債の発行に関する有利発行該当性の一般論として、当該新株予約権付社債に付された募集新株予約権と引換えに金銭の払込みを要しないこととする場合において、当該新株予約権の実質的な対価と当該新株予約権の公正な価値とを比較し、前者が後者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と判示しました<sup>2</sup>。

## (b) 公募による新株予約権付社債の発行に関する判断基準

その上で、本判決は、非公開会社における第三者割当の方法による新株発行の有利発行該当性について判断した最判平成 27 年 2 月 19 日民集 69 卷 1 号 51 頁（オートネイチャー事件最高裁判決）を参照し、オプションの公正価値の評価に関する考え方の違いや、実務や学説等の状況に鑑みると、公募により新株予約権付社債を発行するに際し、「客観的資料に基づく一応合理的な算定方法によって発行条件が決定されていたといえる場合」には、その発行条件は、特段の事情のない限り、有利発行には当たらないと解するのが相当であると判示しました。また、その理由として、取締役会が新株予約権付社債の発行当時、客観的資料に基づく一応合理的な算定方法によって発行条件を決定したにもかかわらず、裁判所が、事後的に、これと異なる算出方法を用いたり異なる数値を採用したりするなどして改めて発行条件を定め、これにより当該新株予約権付社債の発行が有利発行に該当するか否かを判断するのは、公正価値の評価に多様な考え方や手法のある本件新株予約権付社債に馴染まないばかりか、取締役らの予測可能性を害することになり、相当ではないと判示しました。

## (c) ブックビルディングの「客観的資料に基づく一応合理的な算定方法」への該当性について

そして、本判決は、ブックビルディングについて以下のとおり指摘した上で、ブックビルディングを経て新株予約権の転換価額が決定された場合には、客観的資料に基づく一応合理的な算定方法によって発行条件が決定されていたということができると解するのが相当であると判示しました。

- ① ブックビルディングは、投資家への需要調査の結果を踏まえて投資家と発行会社との間の新株予約権付社債等の需給のバランスに基づき発行条件を決める方法であるが、例えば、主幹事証券会社が仮条件としてアップ率を定めた場合、

<sup>2</sup> このような判示は、東京地決平成 19 年 11 月 12 日金商 1281 号 52 号（オートボックスセブン事件）や、名古屋地決平成 20 年 11 月 19 日金商 1309 号 20 頁（丸八証券事件）の判断を踏襲するものとなります。

## CAPITAL MARKETS BULLETIN

投資家が、これを前提として新株予約権付社債の価値を算出した結果、当該新株予約権付社債を割安な商品である（発行条件が引受人に有利である）と判断した場合には、当該アップ率で多数取得するとの回答や、より高いアップ率であっても取得するなどの回答が積み上がることを通じ、発行会社が最終的な発行条件を決めるに当たりアップ率を上方修正することになる。

- ② 参照する株価が同一であれば、アップ率の上昇は転換価額の上昇を意味し、新株予約権保有者が将来得ることが期待されるキャッシュ・フローの額及びその現在価値として算出される新株予約権の理論価値を低下させることになるが、それは、当該新株予約権付社債に対する需要を減退させることになる。
- ③ このようにして、ブックビルディングは、これが実質的に機能すれば、最終的な発行条件を市場参加者が合理的と考える水準に収斂させることが期待できる。
- ④ 会社法 201 条 2 項は、募集株式の払込金額又はその算定方法に代えて、公正な価値による払込みを実現するために適当な払込金額の決定の方法を定めることができると規定しているところ、ブックビルディングも同決定の方法に当たると一般に解されていることが認められる。

#### (2) ブックビルディングにより決定された発行条件が、仮条件の範囲を下回った場合の有利発行該当性判断への影響

大王製紙事件では、北越 CP が、本件発行に係るブックビルディングの結果決定されたアップ率が、取締役会決議の時点で定められていた仮条件の下限を下回っていたという事情を指摘して、「特段の事情」があると主張していました。

しかし、本判決は、ブックビルディングの仮条件は主幹事証券会社が定めるものであり、実際の発行条件は、仮条件を含む案件の情報を提供された機関投資家が回答した需要状況に基づき、機関投資家による十分な購入が見込まれる水準で決定されることから、最終的な決定されたアップ率が仮条件の範囲を下回るとは、（参照する株価が等しければ、アップ率の下落は転換価額の下落を意味し、新株予約権の理論価値を上昇させるから）期間投資家の需要が当初主幹事証券会社において見込んだ程に集まらなかったことを意味するが、そのことから直ちに、ブックビルディングの方法や結果に問題があったことにはならないと判示し、「特段の事情」の存在を否定しました。

#### (3) 新株予約権の公正価値を評価するに当たって、当該新株予約権の発行による株式の市場価格への影響を考慮することの当否

大王製紙事件では、大王製紙は、本件発行に際して、株式会社プルータス・コンサルティング（以下「プルータス」といいます。）から、本件新株予約権の公正価値

## CAPITAL MARKETS BULLETIN

と実質的対価をそれぞれ算定し、実質的対価が公正価値を上回るとする内容の評価報告書（以下「ブルータス報告書」といいます。）を取得していました。

ブルータス報告書では、本件新株予約権の公正価値を算定するに際して、本件発行による大王製紙株式の市場価格への影響を考慮し、Trading Cost Analysis（以下「TCA」といいます。）<sup>3</sup>を用いて算出した、大王製紙株式 2,094 万 7,088 株を一括売却する際のマーケット・インパクトの数値（約 61%）を評価に織り込んでいました。

大王製紙事件では、このようなブルータス報告書における本件新株予約権の公正価値の評価方法に関して、(a) 本件発行による大王製紙株式の市場価格への影響を考慮したこと、(b) 市場の回復力の存在を考慮していないこと、(c) マーケット・インパクトの規模について約 61%と想定したこと等、(d) マーケット・インパクトの数値として TCA を用いたこと等の当否が争われました。

(a) 本件発行による大王製紙株式の市場価格への影響を考慮したことについて

本判決は、現実の株式市場において、その市場における株式の取引量との比較において大量の株式を売却しようとする、当該株式の需要に対して供給が過剰となり、株価が下落することは経験則上認められるものであるところ、本件新株予約権付社債の転換株式数 2,079 万 0,020 株は、大王製紙の本件発行当時の発行済株式総数の約 13.9%に上り、また、大王製紙株式の 1 日当たり平均出来高 (ADV) の約 6,048.3%に上るなど、本件発行が極めて大規模であったことを踏まえると、本件発行が大王製紙株式の市場価格に何らかの影響を及ぼさないとは考え難いと判示しました。その上で、オプション評価理論は、オプションの保有者がそのオプションから将来得ることが期待される利益の現在価値として当該オプションの価値を評価するものであるところ、本件発行による上記の影響は、当該保有者がオプションを行使して得られる利益を減少させるから、オプションの価値を評価するに当たり本件発行による上記の影響を考慮しようとする自体は理論的に誤りではなく、それを本件新株予約権の公正価値の評価に当たって考慮することは不合理とはいえないと判示しました。

また、本判決は、本件発行後の本件新株予約権付社債の市場価格は、ブルータス報告書の評価手法による算定結果と整合的に推移しており<sup>4</sup>、北越 CP が依拠する伝統的なオプション評価理論により算定される本件新株予約権付社債の理論価値に収斂する動きがあったとは認められず、新株予約権付社債の市場の参加者は、本件新株予約権付社債の価値をブルータス報告書が算定するのと概ね同水準にあ

<sup>3</sup> 金融情報ベンダーである Bloomberg L.P.が提供するサービスであり、利用時の状況の株式市場において、一定規模の株式を売却した場合にどの程度のコストが生じるかをシミュレーションするものです。

<sup>4</sup> 本判決は、本件新株予約権付社債の市場価格について、本件発行から平成 28 年 7 月 31 日までの間、額面 100 円当たり約 96.2 円から約 103.8 円までの間で推移したことに対して、ブルータスが当該期間の経済指標を基に、ブルータス報告書の算定方法を用いて本件新株予約権付社債の理論価値を算定したところ、その結果は、当該市場価格を上回ることも下回ることもあり、その乖離の程度は平均して 1.0%、最大で 3.3%であったと判示しています。

## CAPITAL MARKETS BULLETIN

ると評価していることが窺われると判示して、「特段の事情」の存在を否定しました。

(b) 市場の回復力の存在を考慮していないことについて

大王製紙事件では、北越 CP は、マーケット・インパクトは株式の本源的な価値に影響を与えるものではなく、また、市場の回復力により取引日当日中には解消されることが実証されていることから、マーケット・インパクトを理由に新株予約権の公正価値を引き下げることが誤りであると主張していました。

本判決は、本件発行のように大規模な新株予約権付社債が発行され、将来これが全て株式に転換されれば発行済株式総数が約 13.9%増加するという情報を市場参加者が共有した状況の下において、多数の売り注文が出て市場価格が下落するような場合に、なお、「取引日当日中」など短期間のうちに、その影響が解消することを認めるに足りる証拠はないから、市場の回復力の存在を理由として、上記のような市場株価の下落を考慮することが明らかに不合理であるとまではいえないと判示して、「特段の事情」の存在を否定しました。

(c) マーケット・インパクトの規模について約 61%と想定したこと等について

大王製紙事件では、北越 CP は、①本件発行がされた日から 2 年間で約 2,000 万株の大王製紙株式が断続的に売却されるとのブルータス報告書の前提が不合理である、②ブルータス報告書が想定するマーケット・インパクトの規模（約 61%）が過大であると主張していました。

本判決は、まず、本件新株予約権付社債を取得した機関投資家が大王製紙株式の売りポジションを増やして株価変動リスクをヘッジすることや、既存株主等が上記のヘッジ取引による株価の下落圧力や将来的に本件新株予約権付社債が転換され大王製紙の株価が下落するおそれがあることを嫌気して大王製紙株式を売却することは、いずれも一定の経済的合理性を有する行動であるから、その結果、大王製紙株式の売却数が増加すると想定することに合理性がないと即断することはできないと判示しました。また、本判決は、実際に、TCA を用いたマーケット・インパクトとして 50%台から 80%台の算出結果が得られたとする資料が複数あることを理由に、ブルータス報告書が想定するマーケット・インパクトの規模（約 61%）が過大であると断じることもできないと判示し、この点においても「特段の事情」の存在を否定しました。

(d) マーケット・インパクトの数値として TCA を用いたこと等について

大王製紙事件では、北越 CP が、①TCA は、本来、市場における注文の裁量執行を支援するために用いられるものであって、大量の株式を市場で一括売却する際のマーケット・インパクトを見積もる目的で使用されることを想定していないことに加え、②ブルータス報告書において、既存株主が 2 年間かけて断続的に大

## CAPITAL MARKETS BULLETIN

王製紙株式 2,000 万株を売却するとの前提を置いたにもかかわらず、約 2,000 万株の大王製紙株式を一括売却した場合のマーケット・インパクトの数値（約 61%）を 500 営業日で除した数値を 1 日当たりの株価下落幅としているところ、両者を等価と考えているのは明らかに誤りであると主張していました。

本判決は、TCA について、数値が計算され表示されていれば、その数値は入力した株式数を売却した場合に生じる取引コストとして有効であるとした上で、TCA が、大王製紙株式について、約 2,000 万株を平成 27 年 8 月 28 日から 482.5 営業日かけて売却した場合の取引コストについて、当該期間の株価変動リスクを加味した総コストは、リスクウェイトに応じて約 53.71%～約 77.31%と算定されることが認められ、約 61%が上記コストの範囲内に含まれていることからすると、約 2,000 万株の株式が 2 年間（500 営業日）のうちに断続的に売却される際の原資産市場への影響に係る数値として約 61%を用いることが、明らかに不合理であるとはいえないと判示し、「特段の事情」の存在を否定しました。

(4) 新株予約権付社債の新株予約権部分の実質的な対価の算定に当たり、募集価格を用いることの当否

大王製紙事件では、北越 CP が、ブルータス報告書において、本件新株予約権の実質的な対価の総額の算定に当たり払込金額ではなく募集価格を用いているが、この算定方法は会社法 238 条 3 項 1 号に反するのみならず、実際には大王製紙に払い込まれていない金額を新株予約権部分の実質的な対価の算定の基礎とするものであり、誤りであると主張していました。

本判決は、本件発行のように、共同主幹事引受会社が引受手数料等を受領しない代わりに募集価格と払込金額の差額を受領する方式を採用している場合（いわゆる「スプレッド方式」）においては、当該差額部分は、経済的には引受手数料と同等の意味を有するものと解されるとともに、引受手数料は、新株予約権付社債を引き受けるとともに投資家に対して募集を掛けてこれを売り捌くための手数料等として、発行価額とは無関係に、発行体が共同主幹事引受会社に対して支払うべきものであると解されており、当該新株予約権の実質的な対価を算定するに当たっては、発行価額から差し引くべきではないと解される（いわゆる引受手数料方式が採用された場合には、引受手数料を控除することなく、新株予約権の実質的な対価が算定されているのが一般である。）と判示しました<sup>5</sup>。その上で、本判決は、上記差額部分もまた発行価額から控除すべきではなく、新株予約権の実質的な対価を算定するに当たっては、募集価格から上記差額部分を控除した払込金額ではなく、募集価格を用いるべきであると判示し、この点においても、「特段の事情」の存在を否定しました。

<sup>5</sup> このような判示は、新株発行の事案に関する東京高判昭和 46 年 1 月 28 日高民 24 卷 1 号 1 頁等の判断を新株予約権の有利発行該当性においても踏襲するものとなります。



## CAPITAL MARKETS BULLETIN

## 2. 本件発行の不公正発行該当性について

本判決は、本件発行の不公正発行該当性について、会社法 247 条 2 項の「著しく不公正な方法」による募集新株予約権の発行とは、不当な目的を達成する手段として新株予約権発行が利用される場合をいうと解されるどころ、会社の経営支配権につき争いがあり、現経営陣が、支配権を争う特定の株主の持株比率を低下させ、もって自らの支配権を維持・確保することなどを主要な目的として新株予約権を発行するときは、当該新株予約権発行は不当な目的を達成する手段として行われる場合に当たると解することが相当であると判示しました。

その上で、本判決は、本件発行は大王製紙の第二次中期事業計画に掲げた施策の実現のための資金を調達する目的で行われたと推認するのが相当であるとした上で、以下の点について指摘し、本件が、大王製紙の経営陣と北越 CP との間に、大王製紙の経営支配権をめぐる差し迫った争いがあるという事案ではないことに加え、被告取締役らが、北越 CP の議決権保有比率を低下させ、もって大王製紙の経営支配権をめぐる争いを自らに有利に導くことを主要な目的として本件新株予約権付社債を発行したということとはできないと判示して、本件発行の不公正発行該当性を否定しました。

## ① 大王製紙が北越 CP の持分法適用関連会社であることについて

本判決は、持分法適用関連会社について、企業会計上の概念であって、大王製紙が北越 CP の持分法適用関連会社であるからといって、会社法上、北越 CP が大王製紙に対して特別の影響力を行使できるわけではない（その意味で象徴的な意味合いにとどまる。）から、大王製紙の経営陣と北越 CP との間に差し迫った経営支配権の争いがあるということもできないと判示しました。

## ② 本件発行が公募による新株予約権付社債の発行であることについて

また、本判決は、本件新株予約権付社債は大王製紙株式の市場価格が転換価額を上回らなければ転換されず、株式の募集の場合と異なり、北越 CP の議決権保有比率が直ちに低下することはないこと、本件発行は共同主幹事引受会社が引き受ける公募の方法によるものであって、第三者割当の場合と異なり、割当先は大王製紙ないし被告取締役らの意思とは無関係に決定されるから、本件新株予約権付社債の行使の結果、新たに株主になる者の属性や意向は不明というほかないとして、本件発行が、株式の募集の場合や第三者割当の方法による新株予約権付社債の募集の場合と比べ、北越 CP の議決権保有比率を低下させる確実性が弱い方法を用いていると判示しました。

## IV. まとめ

本判決は、公募型の新株予約権付社債の発行に関する有利発行該当性の判断基準を判示した初めての裁判例です。特に、ブックビルディングによりその発行条件が決定された場合には、客観的資料に基づく一応合理的な算定方法によって発行条件が決定されていたとすることができるとして、特段の事情がない限り、当該発行は有利発行に該当し

## CAPITAL MARKETS BULLETIN

ないことを明らかにした点が注目されます。

また、新株予約権の公正価値を評価するに当たって、当該新株予約権の発行による株式の市場価格への影響を考慮することは不合理とはいえないと判示した点や、持分法適用関連会社への該当の有無は不公正発行の前提となる経営支配権の争いの存在を基礎づけるものではないと判示した点等においても、興味深い判断を示すものといえます。

なお、本判決については、北越 CP から控訴がされており、控訴審の判断を引き続き注視する必要があります。

### NEWS

➤ Who's Who Legal: Capital Markets 2018 にて高い評価を得ました

Who's Who Legal: Capital Markets 2018 において、石黒 徹 弁護士、佐藤 正謙 弁護士および鈴木 克昌 弁護士が選ばれました。

- ・ Debt and Equity: 鈴木 克昌
- ・ Structured Finance: 石黒 徹、佐藤 正謙

(当事務所に関するお問い合わせ)  
森・濱田松本法律事務所 広報担当  
mhm\_info@mhmjapan.com  
03-6212-8330  
www.mhmjapan.com