

瑕疵のある募集株式の発行等に関する民事上の責任追及

＜不公正な払込金額で株式を引き受けた者等の責任＞

- ・ 募集株式の引受人は、次の2つの場合に会社に対して責任を負う（会212条1項）
 - 十分な出資の履行がされないために既存株主の経済的利益が害される場合に、募集株式の引受人に会社に対する金銭等の支払義務を課すことで、既存株主の経済的な不利益を回復させる制度（会社に対する責任の規定）
 - 株主代表訴訟により追及することが可能（会847条1項）
- ・ ①取締役と通じて著しく不公正な払込金額で募集株式を引き受けた者は、公正な価額と当該払込金額との差額を会社に支払う義務を負う（会212条1項1号）
 - * 「著しく不公正な払込金額」≡「特に有利な金額」
- ・ ②現物出資の場合で、給付した現物出資財産の価額が募集事項に定められた価額（会199条1項3号）に著しく不足するときは、募集株式の引受人は不足額を会社に支払う義務を負う（会212条1項2号）
 - 「取締役と通じて」といった要件がない＝無過失責任、法定責任
 - 但し、募集株式の引受人が価額の不足について善意無重過失の場合、募集株式の引受けの申込み・総数引受契約に係る意思表示を取り消せる（会212条2項）
 - ∴ 募集株式の引受人の責任が過度に重いものとはならないよう配慮

＜現物出資にかかる取締役等の財産価額填補責任＞

- ・ 現物出資の場合において、給付した現物出資財産の価額が募集事項に定められた価額に著しく不足するとき
 - これに関与した取締役等も当該不足額について責任を負う（会213条1項）
 - = 既存株主の利益を保護する観点から法が特に認めた法定責任
- ・ 現物出資につき検査役の調査を経ている場合や、取締役等が職務を行うについて注意を怠らなかったことを証明した場合→取締役等は支払義務を負わない（会213条2項）

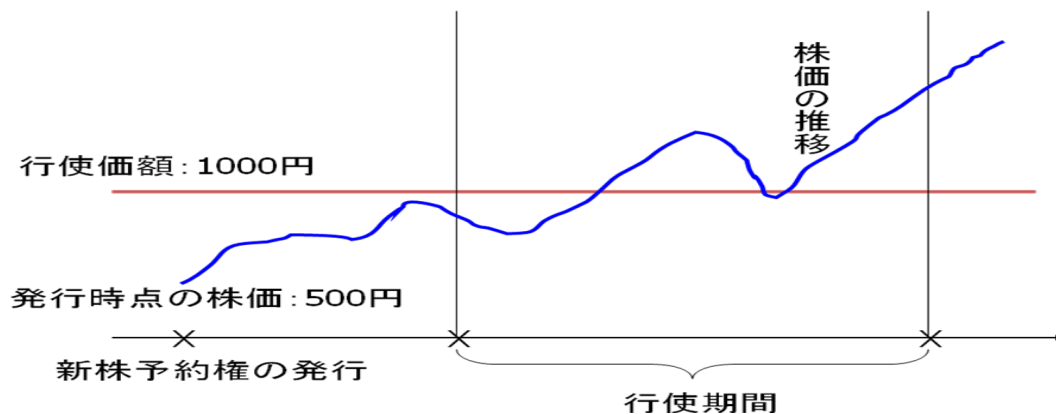
＜仮装払込により株式を引き受けた者等の責任＞

- ・ 平成26年会社法改正：出資の履行を仮装した募集株式の引受人等の責任規定が新設
 - 募集株式の払込みが仮装された場合、引受人や仮装に関与した取締役等は、仮装した払込金額全額を会社に支払う義務を負う（会213条の2・213条の3）
- ・ 払込みが仮装された株式の引受人は、払込金額全額の支払義務が履行された後でなければ、当該株式について株主の権利を行使できない（会209条2項）
 - 仮装払込が主に問題となるのは会社の設立の段階
 - 会社法Ⅲでは条文の概略を説明するにとどめ、詳細は会社法Ⅱの設立で説明

3-3 新株予約権

3-3-1 新株予約権の概要

- ・ 新株予約権：会社に対して行使することで当該会社の株式の交付を受けることのできる権利（会2条21号）
 - あらかじめ定められた一定期間（行使期間）内に、あらかじめ定められた一定の金額（行使価額）の払込みをすることによって行使することが通常
- ・ 新株予約権は株式のコール・オプションに該当
 - *コール・オプション：将来の一定の期日・期間内に、ある特定の資産（原資産）をあらかじめ定められた一定の金額（行使価額）で「買う」オプション（選択権）
 - *プット・オプション：将来の一定の期日・期間内に、ある特定の資産をあらかじめ定められた一定の金額で「売る」オプション
- ・ 法的な観点：新株発行契約を成立させる予約完結権（但し、あまり実益はない）
- ・ 新株予約権の具体例



- ・ 株価が1000円以下：合理的な新株予約権者であれば誰も新株予約権を行使しない
 - 新株予約権はオプションである以上、放棄すればそれ以上の損失はない
- ・ 株価が1000円を超える：新株予約権者は新株予約権の行使により得をする
 - ↓
 - ・ 新株予約権はそれを有する者（新株予約権者）に経済的に価値のある地位を付与
＝新株予約権（株式のコール・オプション）はそれ自体に経済的な価値がある

新株予約権の実際の利用形態

- ・ 株式による資金調達を行いたい→募集株式の発行等の手続によればよいはず
- ・ それでは、新株予約権を発行することの会社にとってのメリットは？
 - 新株予約権の実際の利用形態を確認することでわかる（大きくは3つの利用形態）
 - ・ インセンティブ報酬の一種（ストック・オプション）としての利用形態
 - 新株予約権者は株価の上昇に強い期待を有する
 - 経営者に付与：株価を上昇させるべく効率的な経営を行うことが予想

- ・ 会社の資金調達のための利用形態（新株予約権付社債：会2条22号）
社債発行の場面で会社が支払う金利を低く抑えるための1つの手段
→社債に新株予約権を付した新株予約権付社債の利用
 - ・ 社債権者は社債保有者の地位を享受できるとともに、会社の業績が向上すれば新株予約権を行使して株主となることができる
 - ・ 会社としては新株予約権を付与する分だけ金利を低く抑えることができる
- ・ 敵対的買収に対抗するための買収防衛策としての利用形態
新株予約権には行使条件を付することができる（会911条3項12号ハ参照）
→敵対的買収者以外の株主のみが行使できる差別的行使条件を付した新株予約権を全ての株主に発行（行使価額は0円とする）
→新株予約権は買収防衛策として機能（買収者に持株比率の低下&経済的損失）

3-3-2 新株予約権の発行手続

- ・ 新株予約権を発行する方法：募集による方法とそれ以外の方法
- ・ 募集新株予約権（会238条1項）の発行手続は募集株式の場合と基本的には同じ
→以下では、募集新株予約権の発行手続の特徴的な部分を中心に説明する
* 保有する自己新株予約権の処分：募集の手続による必要はない（会238条1項）

募集事項の決定と通知・公告

- ・ 募集事項を決定（会238条1項）→募集ごとに均等に決定（同条5項）
- ・ 決定機関：株式の場合と同様（会238条2項：株主総会特別決議→会239条：募集事項の決定の委任、会240条：公開会社の特則、会241条：株主割当の場合の特則）
- ・ 取締役会決議で募集→割当日の2週間前までに募集事項の公示（会240条2～4項）
- ・ 募集事項の内容：会238条1項各号に規定
 - ・ 会238条1項1号：募集新株予約権の内容および数
→新株予約権の内容：会236条1項が規定
∴ 株式とは異なり新株予約権の内容は自由→まずは内容を特定する必要
 - ・ 会236条1項1号：1個の新株予約権の行使で株式を何株取得できるか
 - ・ 同2号：行使価額またはその算定方法
 - ・ 同3号：現物出資の場合はその旨及び財産の内容・価額、
 - ・ 同4号：行使期間
 - ・ 同5号：払い込まれる金銭の取扱い
 - ・ 同6号：譲渡制限を設けた場合にはその旨
 - ・ 同7号：新株予約権に取得条項を付す場合には取得対価などの一定の事項
 - ・ 同8号：組織再編の際の新株予約権の承継について規定
→7号や8号：ストック・オプションとしての新株予約権の発行などで利用

- ＊以上の他にも新株予約権の内容として行使条件を付すことも可能
- ・ 会 238 条 1 項 2 号：募集新株予約権と引換えに金銭の払込みを要しない
→その旨を定めなければならない
新株予約権には経済的価値あり→発行には対価が必要→対価の形態として金銭の払込みを要しない発行も可能（≠無償） 例：ストック・オプション
- ＊払込価額：新株予約権が発行された場合に払い込まれる金銭
行使価額：新株予約権を行使するときに払い込まれる金銭
- ・ 会 238 条 1 項 3 号：募集新株予約権の払込金額またはその算定方法
- ・ 会 238 条 1 項 4 号：割当日
募集新株予約権の引受けの申込をした者は割当日に新株予約権者となる
→払込みの有無は問わない点には注意！
- ・ 会 238 条 1 項 5 号：金銭を払い込む期日
→当該期日までに払込金額の全額を払い込まなければならない（会 246 条 1 項）
→払込みがされない場合には、当該新株予約権は割当日に取得できるものの行使はできなくなる（会 246 条 3 項）
- ・ 会 238 条 1 項 6 号と 7 号：新株予約権付社債についての規定

募集新株予約権の申込みと割当て

- ・ 募集新株予約権に係る申込み（会 242 条）・割当て（会 243 条）→株式の場合と同じ
- ・ 総数引受契約が締結→申込みと割当てに関する規定は適用されない（会 244 条）
- ・ 割当→申込者および総数引受契約を締結した者は割当日に新株予約権者となる
∴ 募集新株予約権の発行に係る開示制度を充実させるため（ストック・オプション）

募集新株予約権に係る払込み

- ・ 金銭の払込みを要するものとして募集新株予約権を発行
→新株予約権者は払込期日までに募集新株予約権の払込金額全額を払い込まなければならない（会 246 条 1 項）
- ・ 払込期日：募集新株予約権と引換えに金銭を払い込む期日が定められた場合にはその期日、定められなかった場合には行使期間の初日の前日（会 246 条 1 項）
- ・ 払込期日までに払込みがされない
→新株予約権者は新株予約権を行使できなくなる（会 246 条 3 項）
→新株予約権は消滅（会 287 条）

その他の新株予約権の発行方法

- ・ 募集の方法によらない新株予約権の発行：新株予約権の無償割当、吸収合併・吸収分割・株式交換等の組織再編に伴う新株予約権の発行など

↓

- ・ 新株予約権の無償割当（ライツ・オファリング）：株主に対して新たに払込みをさせることなく新株予約権を割り当てるもの（会 277 条）
→株主は持株数に応じて無償で新株予約権を取得することができる
- ・ 制度趣旨：株主割当による新株発行は既存株主の利益を完全には保護できない（手元に資金がなく新株を引き受けられなければ損失を被る）
→新株予約権の無償割当：無償で割り当てられた新株予約権の行使を通じ、株主割当による新株発行と同様の効果を生じさせる（会社に必要な資金を調達する）
→この場合、手元資金がないため新株予約権を行使できない株主であっても、割り当てられた新株予約権を他に売却することで、被る経済的損失の一部を回収可能
→新株予約権の無償割当てを通じた資金調達は、既存株主の利益をより十分に保護することを可能にする資金調達手段といえる

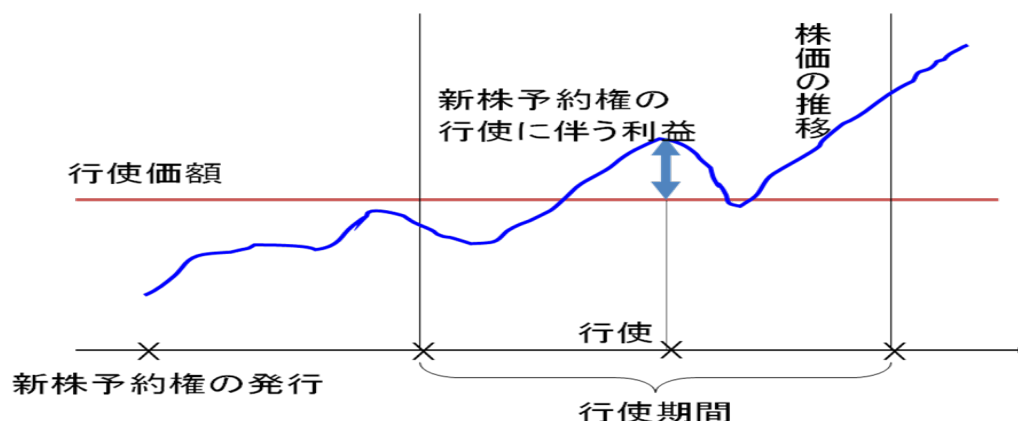
↓

- ・ 平成 26 年会社法改正：新株予約権の無償割当を実施しやすくする目的で、割当通知の送付時期の変更や行使期間の確保といった制度改正が実施（会 279 条 2 項 3 項）
←→実際の利用方法：新株予約権に差別的な行使条件を付した上で、敵対的買収に対する買収防衛策として利用する事例も散見される（百選 100）

3-3-3 新株予約権の有利発行

有利発行該当性の判断基準と新株予約権の価値の評価方法

- ・ 有利発行に該当→募集事項の決定に株主総会特別決議が必要（会 238 条 2 項 3 項・240 条 1 項・309 条 2 項 6 号）
- ・ 有利発行該当性の判断基準：発行時点における新株予約権の公正な払込金額を著しく下回るような条件または金額で募集新株予約権が発行される場合に、有利発行に該当
→新株予約権自体の価値を基準として判断
- ・ 新株予約権の価値はどのように評価すればよいのか？



- ・ 新株予約権の行使価額、行使期間、株式（オプションの原資産）の現在の価値や変動率（ボラティリティー）などが新株予約権の価値に影響
→行使価額が低い方が、行使期間が長い方が、現在の株価が高い方が、株価の変動率が大きい方*が、新株予約権の経済的価値は高くなる

*A 株式：1年後に株価が1000円になる確率が50%、400円になる確率が50%
B 株式：1年後に株価が800円になる確率が50%、600円になる確率が50%
→行使価額700円の新株予約権が付与
→A 株式の新株予約権の方がB 株式の新株予約権よりも価値が高い
- ・ 新株予約権の経済的価値を算出する方法：ブラック・ショールズ・モデルが有名
→同モデルの公式に以上の新株予約権の各要素や現在の金利状況などを入力することで、新株予約権の経済的価値を算出
→他にも二項格子モデルなどの評価方法：それぞれ一長一短があり、発行会社の経営状況や発行される新株予約権の特徴によって、適切な評価方法は異なる

（参考）

Black-Scholesモデルでのオプション価値

$$[N(d_1) \times P] - [N(d_2) \times PV(EX)]$$

$$d_1 = \frac{\log[P/PV(EX)]}{\sigma\sqrt{t}} + \frac{\sigma\sqrt{t}}{2}$$

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

$N(d)$ = 累積確率密度関数（ d 以下になる確率）

EX = 権利行使価格； $PV(EX)$ = その現在価値

t = 満期日までの期間数

P = 株価の時価

σ = ボラティリティー（変動率）