

資料

改正商法における転換社債発行の問題点

浅野 裕 司

はじめに

- 一 転換社債の発行と取締役会決議
 - 二 第三者に対して行なり有利条件発行
 - 三 転換社債発行の公告または通知
 - 四 株主の転換社債引受権とその譲渡
 - 五 転換社債の転換と中間配当の帰属
 - 六 証券取引法六五条との問題
- おわりに

はじめに

商法の一部を改正する法律（以下改正法）の一部が昭和四九年四月二日施行により、転換社債の発行については、従来、会社が転換社債を発行する場合には定款に定めのある場合を除き、株主総会の特別決議をもって転換の条件、転換により発行すべき株式の内容および転換を請求し得べき期間を定めることになっていたが、改正法によって定款に別段の定めがある場合を除き、原則として取締役会の決議をもってこれらの事項を含め、転換社債

の発行に必要な事項を決することとし、轉換社債の発行権限を取締役会の権限とした。

改正法では株主割当の方式を導入しているため、轉換社債の発行形式が新株の発行形式と類似したものとなっているので、従来から新株発行について行なわれている論議が多少なりとも参考になる。轉換社債の発行決議の方法は、改正法によりかなり変更されたが、その発行決議が具体的に何をさすかが問題となるが、この発行決議は旧商法では総会の授權を必要としているところから、総会決議の段階で決議の効力が生ずるとも解せられる。

改正法によって会社の法令もしくは定款に違反し、または著しく不公正な方法による轉換社債の発行につき不利益をうける株主は、発行の差止請求権が認められることになり、これを保障するために公告または通知の制度が法定された。しかし、差止請求は新株発行の場合に必ずしも十分な機能を果しているかは疑問である。公告または通知される轉換の条件は具体的に確定したものでな

ければならないかという問題もある。また、改正法三四一条ノ七は、商法二八〇条ノ十一の規定を轉換社債の場合に準用しているが、轉換の条件が著しく不公正な場合に本条によって救済可能か否かということもあり、何を以て公正な価額と定めるか、必ずしも明確でなく新株の発行とは若干異なるので問題が残る。さらに、改正法は、取締役会の決議により株主に轉換社債の引受権を付与することを認めるが、その譲渡については何も規定していないので解釈上問題もある。

この商法改正の経緯では周知のように商法改正研究会が昭和四四年十月私法学会のシンポジウムで「商法改正私案」を発表討議し、大きく貢献している。同研究会の私案では、社債関係として轉換社債の発行要件の緩和のほか「新株引受権付社債の発行」、「社債の発行限度の拡大」についても改正私案が表明されたが、これらについては今後の商法改正での検討にまつことになった。

そこで、轉換社債発行の取締役会決議、第三者に対し

て行なう有利条件発行、転換社債発行の公告または通知、株主の転換社債引受権、転換社債の転換と中間配当の帰属、証券取引法の関係などにつき若干の問題点を考察したい。なお、時価転換社債など転換社債すべての問題を触れることは紙数の関係でできないが大方の御叱正があれば幸甚である。

一 転換社債の発行と取締役会決議

改正法は、会社が転換社債を発行するには定款をもって株主総会がこれを決する旨を定めた場合を除き、原則として取締役会の決議をもって発行できることとし、同時に株主の保護をはかるため、発行の要件、手続等を定めた(三四一ノ二)。これに伴い、従来、株主総会の特別決議事項とされていた転換の三つの条件、すなわち、転換の条件、転換に因りて発行すべき株式の内容、転換を請求し得べき期間が取締役会の決議事項とされるほか、旧

改正商法における転換社債発行の問題点 (浅野)

商法の解釈上取締役会の決議事項とされていた転換社債の総額および転換社債の発行価額が取締役会の決議事項として定められた。これらは転換社債の発行に際して常に必要な決議事項であるが、特殊な場合として、転換の際に発行される株式が無額面株式であるときは、払込剰余金の額も取締役会で決議しておかねばならない。さらに、募集方法に応じ、株主割当の場合は、株主に転換社債の引受権を与える旨および引受権の目的たる転換社債の額、特に有利な転換条件による第三者割当の場合は、株主以外の者であつてこれに対して特に有利である転換の条件を附している転換社債を発行しなければならないものおよびこれに対して発行する転換社債の額を取締役会で決議しなければならぬ。改正法により取締役会が発行の必要を認めるときに適宜、機動的に発行が可能になったことは大きな前進である。この取締役会決議を経ずにはまたは瑕疵ある取締役会決議にもとづいて行なわれた転換社債発行の効力はどうなるかという問題もある。旧

商法のもとでは、定款の定めまたは株主総会の特別決議なしに代表取締役が転換社債を発行した場合、その効力がどうなるかについて説はわかれていた。

たとえば、転換社債としての効力はなく単に普通の社債としての効力だけがあるとする説¹⁾も多い。また、株主保護のための強行法規違反として、そのような転換社債は無効とする説²⁾もあり、さらに、この場合は株主の利益保護以上に取引の安全保護を重視すべきであって、旧商法三四一条ノ二の規定は代表取締役の代表権を法律で制限したのではなく取締役会の業務執行権を内部的に制限したものにすぎないから違反行為をした取締役の会社に対する責任は別として転換社債としての効力は有効とする説³⁾があった。しかし、転換社債の発行が取締役会の決議で行なえるようになったため、瑕疵ある取締役会決議により発行された転換社債の効力はどうかという問題がある。従来から、瑕疵ある取締役会決議にもとづく行為の一般的な効力についてはさまざまな議論があり、商法

も直接的な規定をおいていなかったので理論によってこれを決するほかはなく、瑕疵ある取締役会決議にもとづいて代表取締役が行為をした場合に、取締役会の決議を要求することによって守ろうとする会社の利益と、代表取締役が適法な取締役会決議にもとづいて行為するもの信頼して行為した第三者の利益とを比較衡量することによって具体的に決せられるべきであろう。⁴⁾これらの見地からすると、社債の発行については、会社内部の問題にとどまらず取引安全の保護を考慮する必要性が大きいところから有効であると解されている。⁵⁾これに対して新株発行問題は論争があり、取締役会の決議は会社内部の意思決定であって株式申込人は決議の存否を容易に知るこゝとができないこと、あるいは有効な取締令会決議がなくともいやしくも対外的には会社を代表する権限のある代表取締役が新株を発行した以上、新株発行は有効であると解すべきことなどを理由として有効説をとる学説が多い。⁶⁾また、判例も有効な取締役会決議にもとづかないで

代表取締役が行なった新株の発行は有効とされた。⁷⁾しかし、新株発行は、会社内部の問題であって取引安全の保護を直接考慮する必要はないから、瑕疵ある取締役会決議にもとづいて行なわれたときは新株発行無効の訴の原因になると解すべきであろう。⁸⁾

転換社債は、一定期間内に一定の割合を以って会社の株式と転換することを請求し得る権利の附着した社債である。⁹⁾転換社債も社債であるという面を強調するならば、瑕疵ある取締役会決議にもとづいて代表取締役が発行した場合でも転換社債の発行は有効であるということにもなる。しかし、転換社債は潜在的には株式であるともみることが出来るから、通常の社債の場合と同一に考えてよいかどうかの問題が残る。転換社債の発行については、新株発行無効の訴の規定を準用しておらずそのような制度も商法はとっていない。さらに、転換社債の発行には従来、株主総会の特別決議が必要であったが、改正法により取締役会の決議でよいとなったことを考慮すると転

改正商法における転換社債発行の問題点 (浅野)

換社債の場合には、取引安全の保護が相当重視されるとみられる。以上のように思料するとき、無効説あるいは転換社債の効力はないが普通の社債としての有効説も考えられるが、瑕疵ある取締役会決議にもとづいて代表取締役が転換社債を発行しても、その手続は法令に違反するが無効ではなく有効であると解することもできよう。¹⁰⁾

- (1) 鈴木竹雄・石井照久「改正株式会社法解説」三〇〇頁、大隅健一郎・大森忠夫「逐条改正会社法解説」四九四頁、田中誠二「会社法詳論」八五一頁、松田二郎・鈴木忠一「条解株式会社法」(下)五三八頁、
- (2) 矢沢惇「転換証券の法律的構成」法学協会雑誌六八巻六号五八四頁以下。
- (3) 鴻常夫「注釈会社法(七)四七四頁、石井照久「会社法」(下)一〇三頁。
- (4) 田中誠二前掲書(上)四五九頁、大隅健一郎「全

訂会社法論(中)一一一頁、鈴木竹雄「新版会社法」
一三六頁、石井照久前掲書(上)三三六頁。

(5) 田中誠二前掲書上四五九頁、大隅健一郎前掲書

(中)一一一頁、石井照久前掲書(上)三三四頁、

田中耕太郎「改訂会社概論(下)四六一頁、松田二郎「新会社法概論二〇五頁。

(6) 鈴木竹雄前掲書一九二頁、石井照久前掲書三三四

頁、大浜信泉「取締役」株式会社法講座三卷一〇六

二頁、松田二郎前掲書二〇五頁、伊沢孝平「新株発

行の手続」株式会社法講座四卷一二三二頁、山崎悠

基「注釈会社法(五)二三五頁、西原寛一「会社法」

一六三頁。

(7) 最高裁判所、昭和三六年三月三十一日判決民集一五
卷三号六四五頁。

(8) 野津務「代表取締役」株式会社法講座三卷一一〇

七頁、田中誠二前掲書(上)四五九頁、大隅健一郎

前掲書(中)一一一頁、田中耕太郎前掲書(下)四

九四頁、服部栄三「訂正会社法提要」二五〇頁、

(9) 野津務「改訂商法(全)」一六〇頁、野津務「轉換
株式と轉換社債」商法二十講二八三頁。

(10) 堀口亘「轉換社債発行手続の問題点」産業經理三

四卷九号七九頁、田辺明「商法の一部を改正する法
律案要綱案の解説二」商事法務六二九号六頁、大沢

功「改正商法詳説」二二六頁、なお、轉換社債に関

する改正法上の問題については、上田宏「轉換社債
の発行と取締役会の決議」税経通信二八卷一三号、

竹中正明「轉換社債の発行手続とその問題点」商事

法務六七三号、上田宏「轉換社債の発行と取締役会

の決議」改正商法の解説(税務經理協会)二〇七頁

以下、並木俊守「新商法の逐条解説」一八八頁、米
津昭子「轉換社債」改正商法と企業会計(別冊税経

通信増刊)、清水新「轉換社債の発行・休眠会社の整

理」企業会計四月臨時増刊二六卷五号、黒木学「商
法改正三法の逐条解説」別冊商事法務二四号二七頁

以下など数多くある（近刊の単行本は省略）。

二 第三者に対して行なう有利条件の発行

新株の有利発行の場合と同じように、特に有利な転換の条件を附した転換社債の発行に際しては、定款に定めがある場合でもその者に対して発行すべき転換社債の額、発行価額、転換の条件、転換に因って発行すべき株式の内容および転換を請求することができる期間について、株主総会決議による承認を得なければならない（三四一条ノ二）。また、転換社債を「特に有利な転換の条件」で第三者に対して発行しようとする場合は、新株の第三者に対する有利発行の場合と同じように、取締役は株主総会の席上で「株主以外の者に対し特に有利な転換の条件を附した転換社債の発行を必要とする理由を開示」し、株主の判断を求めなければならない（三四一条ノ第五項、二八〇条ノ第二項後段）。

改正商法における転換社債発行の問題点（浅野）

ここで、特に有利なる転換の条件を附した、という場合が何であるかについて商法は別に定めていないので、具体的にどのような転換の条件をさすか問題といえよう。これは転換価額が転換社債の発行を決定した当時において、株式の時価より特に安い場合とみることができ、転換によって発行される株式の内容、転換を請求できる期間なども広義の転換の条件として考えられるが、転換の条件が「特に有利」か否かの判断に当っては、現在の転換社債発行の実例からみると主として転換価額が発行時（転換価額決定を含む）の株式の時価に比し特に安くないかどうかにより判断すべきもので、時価を下回るようなときは「特に有利」と解せる。¹⁾この点につき、はじめに触れた商法改正研究会の私案では、「転換価額社債の発行を決定する取締役会の決議の時における株式の時価を基準として、その時価をある程度上回っていない場合」としてアップ率を考慮した厳格ともいえる立場をとっている。ただし、同私案は「有利な条件」について

述べているのに対し、改正法は「特に有利な転換の条件」という表現をとっている。²⁾ここにいう「転換の条件」とは、転換によって発行される株主の発行価額のことである。この価額は転換社債の発行当時における株式の時価の一〇パーセント高程度に定められるのが証券業界の慣行である。ちなみに、四七年後半から四八年初めにかけて発行された時価転換社債は、当時の株高に便乗して転換価額を高水準で決めている。経済界の情勢により転換社債発行会社の株式の時価が下落しても転換の条件を変更することはできないので、転換によって発行する株式の発行価額は現在出回っている株式の市価と比較して著しく高いことになる。転換の条件が不利になれば転換社債それ自体の値段も額面割れにならざるをえない。したがって、特に有利な転換の条件であると思つて株主総会の特別決議を経てみたが、実は特に有利な転換の条件ではなかったという場合には、当該総会は決議事項でないことを決議したことにもなりかねない。株主総会の権限を限

定していながら必ずしも明確でない「特に有利なる転換の条件」を附した第三者に対する転換社債の発行に株主総会の特別決議を必要としているのは立法論として批判の余地を残している。勿論、そういうことだからなるべく株主以外の者に転換社債の発行をしないように、またこれをするとしてもできるだけ適正な転換の条件を附して発行するということにもとれる。實際上、株式の時価発行する場合にその会社がすでに発行している額面五〇円の株式の時価が百円だとすれば新株の発行価額はその一〇パーセント安の九〇円程度に定められるのが普通である。ところが時価転換社債を発行する場合には転換により発行する株式の発行価額は前述の通り百円となる。これは発行会社に対してだけ有利のようにみえるが必ずしもそうではない。株式の時価が暴落したときは時価が転換価額以上に回復してから転換を請求することができ、時価が回復しないときは社債の償還を待てばよく、株式よりも転換社債によるほうが安全ということ

が投資家にとってはいえる。最近では、ほとんどが時価
転換方式をとっている。この転換価額が有利かどうかを
判断する基準となる時価とは何かというと、株式の時価

を基準としてこれに一定期間の平均株価を勘案するのが
合理的な考え方であるとされている。³⁾ 国内において実際
に行なわれているのも、発行価額は額面額と同額で、転
換価額を決定する取締役会の開催時の前六取引日の終値
平均を四・一ないし六・五パーセント程度上回った転換
価額が定められているようである。⁴⁾ このような転換条件
であれば、株主以外の者に対しても、時に有利な転換の
条件を附した転換社債の発行には該当しないものと思わ
れる。なお、転換の条件が特に有利か否かは、単に転換
価額だけで判断されるべきものではなく、転換によって
発行される株式の内容、転換を請求できる期間などもそ
の判断の資料となるとの立場があり、⁵⁾ これでは有利の判
断基準が複雑なものになるおそれもあるとの批判もみら
れる。⁶⁾ しかし、ともあれ、時価を下回る場合が特に有利

な転換条件にあたると解せるので、特に有利な転換条件
か否かの判断は新株発行の場合に比し、比較的容易にな
せると考えられる。

(1) 黒木学前掲書二八頁。

(2) 山一証券経済研究所編「新商法解説」一一九頁。

(3) 竹中正明前掲書一〇頁。

(4) 田辺明前掲書五頁、加藤勝郎「転換社債の発行と

取締役会の決議」税経通信二八巻六号五一頁。

(5) 田辺明前掲書五頁、並木俊守前掲書一八一頁、酒

巻俊雄前掲書二〇〇頁、加藤勝郎前掲書五二頁。

(6) 上田宏前掲書二一〇頁、堀口亘前掲書八二頁。

三 転換社債発行の公告または通知

はじめに、指摘したように改正法三四一条ノ二ノ二は、
一般の公募の方法により転換社債を発行するときは会社

は転換社債の割当の二週間前に転換社債の発行事項を公告しまたは株主に通知しなければならないこととしたものであるが、会社が法令もしくは定款に違反しまたは著しく不公正な方法で転換社債を発行し、これにより株主が不利益を受ける場合は、その株主に対して不公正な転換社債の発行を差し止める請求権を求めたので（三四一条ノ七、二八〇条ノ一〇）、株主にこの差止請求権の行使の機会を与えるため定められたものである。これらの公告または通知をしないで転換社債の発行をしたり、不適法な公告または通知をして転換社債を発行したりした場合には、取締役は三〇万円以下の過料に処せられる（四九八条一項二号）、またそのことにより株主が損害を受けたときは、取締役は損害賠償責任を負い（二六六条ノ三）、さらに少数株主による取締役の解任請求の事由にもなる（二五七条三項）。それ以上に、当該転換社債発行そのものの無効を生ずるか否かの問題もある。この点につき新株発行の場合の公告または通知の欠款についての議論が¹⁾ひき

あいになされることも考えられるが、商法は、転換社債の発行については新株発行無効の訴の規定（二八〇条ノ一五）を準用していないし、転換社債発行無効の訴というべき制度も設けていないので、新株発行の場合と同じように解するわけにはいかない。転換社債の場合には、前述したように、会社は公告または通知の日より二週間を経過した後でなければ転換社債の「割当を為すことを得ず」と定められている結果、公告または通知をすべきなのにこれを欠いたり、公告または通知後二週間内に転換社債の割当をしたときは、取締役の損害賠償責任を生じたり、罰則の適用を生ずることはあっても、転換社債の発行そのものは無効とはならないと²⁾一般に解されている。これに対して、転換社債の発行は無効にはならないとするのは、制度の趣旨からいって疑問であるとの立場もみられる。³⁾たしかに三四一条ノ二ノ二に違反し、公告または通知をしないまま発行された転換社債は有効であり、その後転換請求による発行される新株も有効であると解さ

れる。しかし、この公告または通知がなされないとき、株主保護の見地からすると株主は転換社債が発行されることを知る機会を与えられないまま、転換社債が発行されて、かつ発行後はその効力を争えないというのでは一方で差止請求権（三四一条ノ七ノ第一項、二八〇条ノ一〇）を認めておきながら、他方で株主のこの差止権を行使する機会を失なわせるという不均衡を問題として残していると考ええる。なお、「割当」というのは、会社が社債契約の申込みを承諾し、社債契約を有効に成立せしめることと解されており、社債契約の成立時点は社債の払込日と解するのが通説であるから、結局、払込期日の二週間前までにこれらの公告または通知を行わなければならぬことになる。

はじめに、問題点として指摘した公告または通知で公示される転換の条件（転換価額）は具体的に確定したものであることを要するか否かの問題もある。法の趣旨は、有利か否かの判断資料の提供にあるから、必ずしも転換

改正商法における転換社債発行の問題点（浅野）

価額は確定的なものでなくてもよく、一定の枠内での客観的基準、たとえば「本社債引受契約証書調印日の前日の東京証券取引所における当社株式の終値以上に当る金額」などが示され、株主が差止請求をするかどうかを判断できればよいとする考え方もある。⁽⁴⁾この立場では、一応前記の例のような取締役会決議をしておき、後の社債契約調印日に取締役会で具体的な転換価額を決定すればよいことになる。しかし、新株の発行についての商法二八〇条ノ三ノ二の規定の解釈上、公告または通知すべき新株の発行価額は抽象的な価額または最低限の価額では足りず、確定的な一定の金額でなければならぬと解するのが通説である。これについてなお解釈上問題がある⁽⁵⁾うが、転換社債についてもこれと同じように解するより現状ではしかたがなく、実務上の処理もそのようにすべきであろう。

(1) 無効説、有効説、折衷説がみられるが、無効説は、

味村治・前掲書一八二頁、田中誠二前掲書(上)五六二頁、山崎悠基前掲書二三二頁、判例も有効としている東京高判昭和四七年四月一八日高民集二五巻二号一二八頁。有効説は、河本一郎「現代会社法」二二七頁、折衷説は、鈴木竹雄・大隈健一郎ほか「改正商法の諸問題」私法二九号一五四頁(上柳克郎発言参照)。

- (2) 田辺明前掲書五頁、並木俊守前掲書一八三頁、大沢功前掲書二二七頁、加藤勝郎前掲書五二頁、上田宏前掲書二〇一頁
- (3) 酒巻俊雄前掲書二〇一頁
- (4) 大沢功前掲書二二八頁、吉田昂「轉換社債の轉換に関する規定と中間配当(下)」商事法務六五〇号九頁。このように解するには、問題があろうとするのは、上田宏前掲書二二二頁、竹中正明前掲書一五頁。
- (5) 堀口亘前掲書八四頁。

四 株主の轉換社債引受権とその譲渡

改正法は、新株の発行の場合と同様に轉換社債引受権を株主に、定款または取締役会の決議により与えることを認めた(三四一条ノ二第二項六号)。しかし、新株引受権の譲渡については明文があるが、轉換社債の引受権の譲渡については何も規定していないので解釈上問題がある。これは、實際上、国内の轉換社債が現在ほとんど公募方式の時価轉換社債であり、引受権が生ずるような発行方式がとられていないことも考慮したのではないかと思料される。そこで、轉換社債の引受権の譲渡については、引受権証書制度導入前(昭和四一年改正法追加前)の新株引受権と同じような解釈が妥当とするものと考えられる。すなわち、株主の新株引受権の譲渡については、定款にその旨が定められていないかぎり、原則として取締役会の決議を必要とする(二八〇条ノ二第一項六号)。そ

して取締役会の決議により株主の新株引受権の譲渡性が認められた場合には新株引受権証書の交付によって行なわれる(二八〇条ノ六ノ三)。したがってこの場合には、株主に対して当然に、または少なくとも株主の請求があった場合にはその株主に対し、新株引受権証書を発行することを要する(二八〇条ノ二項七号)ものとされている。これらの諸規定は昭和四一年の改正法で追加されたものであって、それ以前には規定がなかったので、新株引受権の譲渡性の問題は解釈に委ねられていた。転換社債引受権の譲渡の問題も、定款で特別の定めをしていない限り、前述したように新株引受権についての昭和四一年改正前の解釈が考えられる。転換社債の引受権を譲渡する必要性や実益は否定できないし、当事者間においては有効に譲渡できるということは問題ないであろう。しかし、会社に対する関係については有効な譲渡が可能であるかどうかについて説がわかる。会社との関係では何も効力を生ぜず会社からも譲渡の効力を認めることが

改正商法における転換社債発行の問題点 (浅野)

できないとする説^①、譲渡当事者から会社に対して譲渡を主張できないが会社の承認があればその譲渡は有効であるとすると説^②とがみられる。また、この権利は一種の債権者の権利であるから、規定がない以上、民法の債権譲渡の規定(民四六六条以下)によるべきであるとする説もある。ともあれ転換社債の引受権の譲渡についてはどの説が妥当ということにはなお議論の余地があるが、一応、会社はすべての株主の転換社債の譲渡について株主平等の原則の見地からすれば、平等の取扱をすべきであり、譲渡当事者から会社に対してその譲渡を主張しえないまでも会社の承諾があればその譲渡は有効なものと解するのが妥当と考える。

(1) 大沢功前掲書二二八頁。

(2) 上田宏前掲書二二三頁。

五 轉換社債の轉換と中間配当の帰属

改正法では、新たに中間配当制度が導入されているため、轉換社債の発行会社が一年決算で中間配当制度を採用している場合、その中間配当の帰属が問題となる。轉換社債の轉換の効力は轉換の請求がなされた時に生ずることとされているが、配当については定款をもって、その請求がなされた時の属する営業年度またはその前営業年度の終りにおいて轉換されたものとみなすことができる(三四一条ノ七で二二二条ノ六を準用)。この規定は、利益の配当について轉換によって発行された株式ごとに日割計算によって支払うことと社債の利息の日割計算の煩を避けるために、轉換のなされた時の属する営業年度の社債利息か利益配当のいずれかを全額支払うこととすることができるように実務上の便宜をはかっているものと思われる。この二二二条ノ六但書の「前営業年度の終り」

は実質的にその営業年度の始めと同時点であるところから、従来、轉換社債を発行している会社の定款には「轉換社債の轉換により発行された株式に対する最初の利益配当金の計算については、轉換請求のなされた日の属する営業年度の始めに轉換があったものとみなす」と定められているものが多い。改正法は、中間配当は、二二二条ノ六の規定の適用については、これを利益の配当とみなし、一定の日は同条但書の規定の適用については、これを営業年度の終りとみなすこととしている(二九三条の五第六項)。三月末年一回決算で九月末を一定の日とする場合には、九月三〇日が営業年度の終りとみなされるから、実質的には四月一日から翌年三月三十一日までの営業年度を四月一日から九月三〇日までと、一〇月一日から翌年三月三十一日までの二期に分けたのと等しいこととなる。この規定は轉換社債の配当起算日に関するものであるが、新株の日割計算の問題についても大きな影響を及ぼすものであり、むしろ中間配当の性格がこの規定に

よって明確になっているとも考えられる。しかしながら、この場合においても、中間配当がなされなかったときに、一〇月一日から翌年三月三十一日までに転換によって発行された株式の配当をどう扱うかについて説が分かれている。新株発行の場合と異なって転換の場合には、一定の日（九月三〇日）に転換社債の利息が支払われているため問題は一層複雑となってくる。すなわち、中間配当が支払われないときは、一〇月一日以後に転換して株主となった者は半年分の利息を受領しているから、決算期の利益配当を全額支払うと半年分の利息と一年分の配当を受領することになるため不当利得となり、これを防止するため一〇月一日以後に転換請求があった場合には九月三〇日支払った利息金額相当額を払込ませるか、期末の配当金を旧株の半額とすべきであるとする説がある。また中間配当がない場合ある場合にかかわらず、一〇月一日から翌年三月三十一日までの間に転換があった場合には、一〇月一日に転換があったものとみなして（この旨の

改正商法における転換社債発行の問題点（浅野）

定めがあることが前提）期末の配当は全額支払って差支えないとする説がある。実務的な問題として考えた場合にも後者をとる方がよいと考えられる。社債利息と二重払いになるとの考え方についても、中間配当がない場合に限って期末の配当を一年分と考えることから生ずる問題であり、一定の日を境にして二回の営業年度に分けたと同様に考えれば、従来の四月一日から九月三〇日の営業年度が無配、一〇月一日から翌年三月三十一日までの営業年度に配当が支払われたと等しく、一〇月一日以後転換があった場合でも九月三〇日までは社債権者であるから四月一日から九月三〇日までの間の利息を受領するのは当然のことであり、この期間の株主と社債権者との公平の問題を論ずる余地はない。¹⁾

(1) 吉田清見「中間配当実施上の問題点」産業経理三
四巻九号六二・六三頁

六 証券取引法六五条との問題

証券取引法六五条は、金融機関の債券発行引き受け業務を禁じている。すなわち「銀行、信託会社その他の政令で定める金融機関は有価証券の自己売買、委託売買、引き受け、売りさばきの証券業務をなすことを営業としてはならない」とし、国内における銀行と証券の業務分野を明確に区分している。

この証券取引法は、アメリカのグラス・ステイガー法（一九三三銀行法）をもとに昭和二二年三月立案されたが、昭和二三年にアメリカの一九三三年証券法（Securities Act）および一九三四年証券取引所法（Securities Exchange Act）をもとにして制定された。占領行政の終わった段階での昭和二八年をはじめとして改正が逐次行なわれ、本格的なものとして昭和四〇年の第一次大改正があり、さらに、昭和四六年にディスクロー

ジャー制度の改善、安定操作規定の強化およびテイクオーバー・ビッドの規制を目的とする改正が行なわれた。この六五条は昭和二三年に加えられたが、同法の原典が一九二九年の大恐慌の経験から生れたもので、銀行と証券の併営が恐慌をより大きくしたとの反省から作成されただけに、銀行と証券の併営をあえて禁じたものと解されている。

証券取引法は、あくまでも国内法であり外国にまでその効力が及ばないとするのが一般的解釈である。しかし、わが国の企業が転換社債を海外で発行する場合、国内での証券業兼営を禁じられている金融機関が、外国の現地法人を使って引き受け業務を兼営しようとしたならば、証券取引法は国外まで及ばないと解するため、法的には一応可能とみられることになり、同法六五条の趣旨はいかされなくなる。実際問題として、昭和四九年五月に、ユーロー市場で一千五百万ドルの転換社債発行を予定したキャノンに対し、融資銀行である富士銀行が有形無形

の圧力をかけるとともに、富士銀行とイギリスのマーチャント・バンクであるクラインウォート・ベンソンの合弁会社「富士クラインウォート・ベンソン」を主幹事の座に据えることを求めて譲らなかつた。これに対し、証券業界は、富士銀行首脳が自からキャノンなどに働きかけた行為は、明白な六五条違反であることや、形式的に富士クラインウォート・ベンソンが引き受け業務をしたとしても、外国証券事業者法で定めている大蔵省への引き受けた行為の事前届出を怠っているのはあくまでも法律違反であるとして富士側の強引さを批判した。しかし、富士銀行および富士クラインウォート・ベンソン社の行為には数多くの法律違反の疑いを持ちながらも最終的な結論を得ぬまま昭和四九年五月に発行期限を迎え、結局はキャノン引受共同幹事七社のうち第六番目の地位に富士クラインウォート・ベンソンを入れての発行となつた。大蔵省銀行局は混乱を回避するため、昭和四九年四月に各銀行の担当者を招いて、各銀行が出資してい

改正商法における転換社債発行の問題点（浅野）

る海外合弁証券会社の証券引受業務について慎重に行なうよう注意をうながし、次のような指導を行なつた。(1) 邦銀の出資がある海外合弁会社が本邦により設立された法人の発行する外債の引受業務を行なう場合(特に幹事引受会社となる場合)には、これにかかる本邦内の業務活動については、証券取引法および外国証券業者に関する法律の規定の趣旨に反することにならないよう留意する。(2) 邦銀が相当程度の比率で出資をしている海外合弁会社が本邦の法律により設立された法人の発行する外債の幹事引受会社となることについては、当該合弁会社としては、そのような業務を行なうにふさわしい体制整備と相まって着実に行なうにふさわしい体制整備と相まって着実にこれを行っていくことが望ましく、この点についても配慮する必要がある。以上のような指導のうち(1)は、海外の合弁引受証券会社が「アウト・アウト」の引き受けにあたっては証券取引法六五条および外国証券業者法に沿って行なう、(2)は、業務を行なう

にあたってはそれならの体制整備をしてからにせよ、という意向に受けとれる。ただ、体制整備とは具体的にどんな状態をさすのか疑問である。こうした銀行局の行政指導で邦銀系合併引受証券会社のが国企業の外債発行の幹事は慎重にと求められているのもつかの間、昭和四九年五月に入って住友重機械工業のユーロダラー債発行で住友銀行とイギリスのマーチャントバンク、ホワイト・ウエルドが合併で設立した。「住友ホワイト・ウエルド」が主幹事の地位を強く主張して再び証券界内に波乱が巻き起った。住友重機の場合、これまで大和証券が幹事証券をつとめ、このユーロ債券が幹事証券をつとめ、このユーロ債券でも引き受け幹事となるものとみられていたが、住友ホワイト・ウエルドが共同幹事の中で実質的に主幹事の業務をするブラックナーの地位を強く固執した。すなわち、住友重機が、昭和四九年七月中にも欧州で約二千万ドルの轉換社債発行を同年六月に計画をかけたため、この引き受けをめぐって大和証券とロンドンにお

ける住友銀行系の引き受け会社である住友ホワイト・ウエルド社が競合し対立した。この対立の背景には、証券取引法六五条の問題がからんでおり、国内での証券業兼営を禁じられているわが国の銀行が、外国の現地法人を使って引き受け業務を兼営していこうという経営方針とみられる。この点について、証券業界は轉換社債発行に際しての引き受けを証券会社にするよう大蔵大臣に陳情したが、同省の証券、銀行両局間で適切に調整させるとの方針を説明しているだけにとどまった。この証券取引法六五条は、あくまでも国内法であり、両業界の海外合併会社はその国籍をおく国の法制によって運営される属地主義を貫く以上、銀行と証券が兼営されている欧州においては銀行が証券業を、証券が銀行業を営んでなんら異とするに当たらない。証券業界がもっとも恐れているのは、国内の企業に対して絶大な支配力を持つ銀行がその力にものをいわせて、海外における引受業務においても国内企業に強圧を加える事態を容認していけば、その既

成事実が国内のこの証券取引法六五条をも骨抜きにし、ひいては証券会社そのものの存立さえ許さない事態にまでつながるとの恐れを強く持ちはじめているからである。ちなみに、昭和四九年に入ってからわが国の企業による外債発行は一月一日に払い込みを完了した三井物産の轉換社債まで一〇件あったが、いずれも取得した外債を国内に持ち込まず、外国で使用する「外—外」方式であった。これは外債を日本に持ち込む「外—内」では国内の金融引き締め政策のしり抜けになるとして認められなかった。ともあれ、証券取引法六五条を空文化させないためにも、また、海外で轉換社債を発行する機会が多くなるのを考慮して、この六五条に対する解釈論をあえて待つことによる混乱を未然に防ぐことから、期様な問題に対処できる明文規定を早晚追加立法する必要があろう。

おわりに

周知のように轉換社債の制度はアメリカでつくられ、従来、一般的には会社が経営不振その他の理由により配当不能の場合は、社債者として確定額の利息を収得し、配当復活の上は、株主の地位に転ずることができるところに轉換社債の妙味があるようにいわれてきた。そしていまは経営不振であるが将来は発展の見込みが多い企業によって多く発行されたと説明する向が多いが、決してそうとはいいきれなく、これは誤解を招き轉換社債の本質を見抜いているとは思われない。実際にこの制度が導入されたのは戦前であるが利用されるようになったのは戦後である。轉換社債は、一般社債に比べてインフレにもデフレにも強く、インフレ・ヘッジの効用をもった社債といわれ、キャピタル・ゲインの期待できる確定利息付証券ともいわれるのは投資家にとっても投資対象とし

てのメリットがある理由であろう。転換社債は、数ある証券のうちで投資家にとっても企業者にとっても、最も魅力のある証券であるから、その発達が直接、金融の増大に寄与することは明らかである。それゆえに、近時、大手航空会社、百貨店、重工業会社などが続々と時価転換社債を発行している。勿論、時価転換社債の場合でも、プレミアムの還元という一事については、企業側においても十分責任をもたねばならないことはいうまでもない。

はじめに、指摘したように、転換社債の発行形式が新株発行形式と類似したものとなっているので従来から新株発行について行なわれている論議がすぐひきあいになされる。第三者に対する有利条件発行に関しても、全ての点に触れることができなかつた。たとえば、株主総会の特別決議および総会での理由の開示が必要であるのに、これをしてしないで転換社債が発行された場合に、それが有効かどうか問題となるが、新株発行の場合について

判例(最高判昭和四六年七月一六日)は、株式会社の代表取締役が新株を発行した場合には、右行為が株主総会の特別決議を経ることなく、株主以外の者に対して特に有利な発行価額をもって発行されたものであつても、その瑕疵は、新株発行無効の原因とはならない、としている。転換社債についても、株主総会の特別決議がなかつた場合でも、転換社債の発行は有効と解すべきであろう。また、特に有利な転換条件を附した転換社債の引受権を株主に与えた場合の端数分や失権分をどう処理すべきかという問題がある。株主に転換社債の引受権を与えたのと同じ条件で再募集するということになると、株主総会の特別決議が必要になるが払込期日までに株主総会を開くのは困難である。それだからといってこの分の再募集をしないわけにもいかない。新株発行については応募が発行予定株式数に満たなくても、引受のあつた分だけで新株発行が認められており(二八〇条ノ九第一項)、社債の場合、個々の社債契約は申込に対する割当があつて成立

する。しかし、これは募集総額に対する引受のあることを法定の停止条件とし、募集総額に対する引受がないときは、社債の募集は全体として成立しないと解するのが通説である。このようなことを考慮すると、端数分または失権分を払込期日までに完全消化することが必要であり、取締役会において、端数分または失権分について発行価額および転換条件を調整して再募集するということになるであろう。

転換社債の時価は、日々変動する。これは株式と同じように値上り益が得られる可能性があるところにあることを意味する。変動要因のひとつは、そのときの金利動向であり、もうひとつが株価と転換価格の関係であるが普通は後者の見方が一般的である。この場合、パリティ価格という転換社債の理論値を中心に時価が決まる、このパリティ価格は(株式時価÷転換価格)×100という算式で求められるが、たとえば株式時価が転換価格を上回ったときに、パリティは百円以上となるわけである。つまり

改正商法における転換社債発行の問題点 (浅野)

額面を上回ることになるのであるから、そこで売却すれば上回った分がキャピタル・ゲイン(売買益)として得られる勘定となる。勿論、上場転換社債を額面金額以下で安く買った場合は、別に百円にこだわることなく適当な値幅が出たところで売却してもかまわないわけである。今後は時価転換社債に関して投資家の保護を考慮した立法がなされる必要もあろう。

本稿を書くにあたり、恩師野津務博士、水島廣雄博士から長年にわたり会社法の基礎理論や社債について御指導を仰いでいながら、今回は時間的制約もあり直接、この転換社債問題につき御教示、御叱正をいただかなかつたことを反省している。しかし、両先生の日頃の御指導が、全面的によどみなく筆に出てきたことの学恩に深謝するとともに、両先生の底知れぬ実力と学問的新鮮さを見直さずにはいられない。今後は両先生の御叱正をいただきながら商法理論を重視しつつ実務に則したものに書き直すことができたなら幸甚である。ここに、野津務博士と水島

大東法学 第二号

廣雄博士に滿腔の感謝と敬意を表したい。