

# CVRI Report Vol.10

2006 / 6 / 8

## 新株予約権の評価方法について考える(1)

昨年から活発化していた新株予約権の発行がTRN事件を境として激減している。新株予約権の発行差し止め事件は、TRN以前にもいくつかあったが、TRN事件は新株予約権の評価方法まで踏み込んでいる判決として実務家たちの注目度が高い。新株予約権の発行を萎縮させたこの事件の内容を、3回に亘って検証してみたい。

1 回目は事件の概要とその論点、2回目から評価に関する論点について述べることとする。

### 1. 事件の概要

TRN事件は、TRNの筆頭株主であるHIS-VLOH投資事業組合が、平成17年12月28日開催のTRN取締役会において決議された第4回新株予約権の発行を仮に差し止めることを求めた事案である。問題となった新株予約権の主な発行内容は以下のとおりである。

発行する新株予約権数	56,000 個
新株予約権の目的たる株式の種類及び数	普通株式 56,000 株
新株予約権の発行価額	298 円
行使価額	1 個につき 312,480 円
行使可能期間	H18.6.1 から H20.4.11
消却条件	TRN 取締役会が必要と認め決議した場合は、新株予約権の発行日の翌日以降いつでも TRN 取締役会が定める消却日において残存する新株予約権の全部又は一部を新株予約権の発行価額相当額をもって消却することができる。 消却する場合は、消却日前営業日までに新株予約権者に通知するものとする。
譲渡制限	取締役会の承認を要する

本レポートに掲載されております情報は、内容及び正確さに細心の注意を払ひ、万全を期しておりますが、人為的なミスや機械的なミス、調査過程におけるミスなどで誤りがある可能性があります。株式会社企業価値総合研究所では、当該情報に基づいて被ったいかなる損害についても一切の責任を負うものではありません。

本レポートおよび当社が提供するすべての情報について、当社の許可なく転用・販売することを禁じます。

Copyright (C) CVRI. All Rights Reserved.

## 2. 事件での論点

この事件で問題となったのは、1. 新株予約権を消却する場合には、消却日の前営業日までに新株予約権者に通知することにより新株予約権を消却することができるとの定めが、商法 280 条の 36 の規定に反しているか、2. 新株予約権の発行が有利発行といえるかの 2 点であった。

## 3. 消却に関する定めが商法 280 条の 36 に違反しているか

商法 280 条の 36 の規定に違反しているかどうかについては、同条の趣旨が、新株予約権者に対し、公告又は通知がなされた後、新株予約権の消却の効果が生じるまでの間に新株予約権を行使して株主になるか、消却されるかを選択をすることができる機会を与えることにあると考えられるので、「消却日の前営業日までに通知するものとする」「行使期間は、消却のための通知がなされた日までとする」の部分は商法 280 条の 36 の規定に違反している。また商法 280 条の 36 は強行規定であり、これに反する事項を取締役会で定めたとしても、それは無効となると判示したものと考えられる。

その結果、消却する場合は新株予約権の消却の効力が生じる日の 1 ヶ月以上以前又は 2 週間前までに公告又は通知が必要となり、新株予約権者は公告又は通知がなされた後消却の効力が生じるまでの間は、新株予約権を行使することができることになる。

## 4. 新株予約権の発行が有利発行といえるか

新株予約権の発行が有利発行といえるかについては、

採用したオプション評価モデル

原資産価格の適否

原資産価格に希薄化を考慮することの相当性

ブラック・ショールズ式に代入した行使期間の妥当性

の 4 点を議論し、TRN が決議した新株予約権の発行が有利発行といえるかどうかを判断している。次回以降では、上述した から について裁判所の考え方及びそれに対する弊社の考え方(私見を含む)を述べることとする。