

# 株式轉換の機能と特質

菱 田 政 宏

- (目 次)
- 序 説
  - 第一款 株式轉換の機能
  - 第一項 轉換株の經濟的価値
  - 第二項 轉換株の機能
  - 第二款 轉換株の地位と特質
  - 第一項 轉換権の性質
  - 第二項 轉換株主の地位
  - む す び

## 序 説

会社が数種の株式を発行する場合、ある種の株式を他の種の株式に轉換することが認められるものを轉換株と称するが(商法二二三条ノ二参照)、本稿は株式の轉換についての機能ならびに特質と轉換株の性質について考察せんとするものである。<sup>①②</sup>

① 転換株については、拙稿「転換株」法学論集二巻四・五・六合併号四七一頁以下、転換条項の内容や目的については、拙稿「株式転換条項」法学論集一四巻四・五・六合併号七二七頁以下、転換の方法・手続やその効果については、拙稿「株式転換の手続と効果」法学論集一五巻二号一五五頁以下参照。

② なお、アメリカでは、会社の選択によって転換される株式が時折存するが、わが商法の下ではかかる株式は認められない（拙稿・前掲（論集一四）七三五頁参照）。以下述べるところは、株主に転換権のある転換株を中心として考察するものである。

## 第一款 株式転換の機能

### 第一項 転換株の経済的価値

一 転換株はその発行当時如何なる経済的価値をもつか。その評価はまた転換株の発行価額を定める場合にも重要である。転換株の価値は、転換株に付与されている転換権以外の権益についての価値、転換によって発行される株式（転換発行株）の価値の両者によって定められることになる。

転換株は、その発行価額決定の前提として、非転換株に比べてその価値の評価及び分析が困難である。一般に、転換株の発行価額を定めるための転換株の評価は次のような基準にすることができる。まず、転換権を除いたその株式の権利内容から見た価値よりも、転換率より算定して転換株一株当りの転換発行株の価値（転換発行株と同種の株式が転換株発行当時既に発行されている場合にはその市価、発行されておらない場合にはその株式のもつ権利内容から見た価値）の方が高い場合には、転換株の価値は一般に、転換権を除いたその株式の権利内容から見た価値と、転換率より算定した転換株一株当りの転換発行株の価値の中間に位するものと考えられる。その場合は、転換の始期までの間の両種株式の保有によってえられる価値（両種株式の予想配当額その他議決権などの価値を合わせた価値）

の差の分だけ、転換発行株の価値より下回ったところに転換株の価値が定められることになる。しかし、転換率より算定した転換発行株の価値の方が、転換権を除いた転換株の権利内容から見た価値よりも低い場合でも、転換株の価値は、転換権を除いたその種株式の価値に対する評価よりも下回ることはなく、またかかる場合でも、転換権の存在自体が将来の転換発行株高騰可能性の期待として、転換株の価値をひき上げるのに役立つことになる。一般的に言って、転換権に対しては代価が支払われることになり、アメリカにおいても、転換優先株は普通の優先株よりも低利廻りで売買されており、これは転換優先株の市価の中に、転換権に対するプレミアムを含んでいることを意味するものである。したがって、転換権の価値に相当する分だけ、発行価額を高くすることができるわけである。その上、転換株発行の際は、転換によって発行される株式の市場価額が上昇しなければ、株主が転換によって利益を享受できないように転換率が定められていることが多く、転換権は転換株の発行当初では単に潜在的価値 (potential value) を包含するにすぎず、この価値の顕現如何は将来における兩種株式の配当率や市場価額などの成行如何に依存するのである。このような投機性乃至投機的価値を転換株は含んでいるのである。なお発行後直ちにでも転換しうるものであれば、転換率は転換株に不利に定められているのでなければ直ちに転換がなされてしまうが、発行後一定期間後に転換しうる転換株の場合、発行当時の転換発行株の市場価額に比して有利に転換率を定めることもあろう。しかし実際上は、転換優先株が発行されるとき、その転換率より見て転換によって発行されうる普通株は、多くは実質的価値の低いことが多く、したがって後刻企業が成功した場合、転換は価値あるものとなることが多い。<sup>②</sup>

① C. James Pflieger, Raising Capital with Convertible Securities, 1955, p. 118.

② Arthur Stone Dewing, *The Financial Policy of Corporations*, 5th ed. (1963), Vol 1, p. 262.

二 転換株の市場価値は、転換株自体の「投資価値」(investment value)のほか、転換によって発行されるべき株式の市場価値によっても影響を受ける。すなわち、転換株の市価は転換権を除いた転換株の投資価値と転換権の価値によって定まり、転換権自体の価値である「転換価値」(conversion value)は、転換によって発行される株式の市価、転換期間及び転換率によって決定される。

ただし、転換発行株(多くの場合普通株)の価値低下は転換権の価値を減少させる限りにおいて転換株(多くの場合優先株)の価値を減少せしめるが、転換株の転換価値を除いた投資価値(investment value)以下には減少させない。これに対して転換発行株の価値の高騰は、転換株の転換価値を除いた投資価値をこえて、転換株の価値を高くする。

したがって、会社が好況であって、転換発行株(多くは普通株)の市価が高騰すれば、転換期に近づくにしたがって、転換株自体の市価も高騰し、<sup>①</sup>株主は転換をしなくても、それを処分することによって投資の回収を有利に行なうこともできる。反面会社が不況であり、転換によって発行される株式の市場価値が如何に下落しても転換権が株主の側にある限りその投資価値(investment value)以下に市価が下落することはない。例えば、転換条項付優先株は、普通株の市価が下落しても、一般優先株の市価以下には下落しないわけである。

① 剰余金が会社に留保されずに利益配当に多く充当されると転換時の普通株(転換発行株)の価値は低下するおそれがある。

三 転換期間中は、転換率より見て、転換株の投資価値(現在及び将来の予想配当額などから考えての価値)の方が、転換発行株の投資価値よりも大であれば、転換はなされずに、株主はそのまま従来よりの株式を保有す

ることとなろう。この場合、株主が転換発行株を保有することを欲する場合には、市場にて転換株を売却し、転換により発行される種類の株式を市場にて買入れた方が有利であり、そのような売買が行なわれることになろう。その結果、転換株の「売り」の増加及び転換発行株と同種の株式の「買い」の増加が生じ、転換株の市価の低下及び転換発行株と同種の株式の市価の高騰が若干生じることであろう。これによって両種の株式の市価は、転換点 (conversion or parity point) (株式の転換を行なっても損も得もないところ) に引寄せられることも生じる。しかし、例えば転換優先株は優先株自体の投資価値以下になることはないであろう。

これに対して転換発行株の価値の方が大であれば、転換がなされることになる。この場合、市場において流通している株式であれば、転換率を考慮して転換株よりも転換発行株の方がその市価が高ければ、転換株はすべて転換されることになる。ただし転換株を保持することの方が将来有望であると考えても転換株を転換発行株と交換し、その転換発行株を売却し、その代金によって転換株を買入れるということが行なわれうるからである。そして一般投機家乃至投資家によって転換株を市場にて購入して転換を請求することが行われよう。転換期間中は、転換株の市価と転換率を算定せる転換によって発行される株式の市価との差額は、絶えず差益を利得しようとする売買によって均衡化する傾向があるわけであり、ことに転換発行株の投資価値が大であれば、このことは明白である。この場合にはしたがって、転換発行株と同種の株式の市価が上ると転換株も上るので、転換発行株の騰貴は直ちに転換株主をして転換の決意をなさしめる契機とはならない。ことに転換期間中において転換率を考え、転換株 (例えば優先株) が転換発行株 (例えば普通株) よりも高い配当を受けている場合には転換は不利益であるような印象を与える。他方、会社が普通株にも十分な配当をなす場合には転換が促進されることになろう。した

が、転換発行株の市価が高いということは転換を促進せしめることにはならず、転換株は少なくとも転換期間中は転換発行株と同一水準の市場価額をもつであろうから、転換期間中は一般に利益配当の多い方が利益であるということになるが、転換期間経過後の株価の動向の予想が転換がなされるか否かに大きな影響を与え、転換期間経過後に転換率を算定した上でどの株価が高いかが転換株主の判断の対象として重要な要因となる<sup>②</sup>。それは同時に、その後の兩種株式の価値の比較となるのであり、例えば、優先株主が転換をするのは、普通株について得られる増加収益が、普通株に伴う付加危険をとってもなお価値のある十分な誘因である場合であり<sup>③</sup>、その場合、転換株のほとんどについて転換権が行われた場合または転換がほとんど行なわれなかった場合など種々の場合について、他の転換株主による転換の状況を観察しながら、転換によって発行される株式の価値と転換期間経過後転換株(優先株)のもつ価値との比較判断が重要な問題ともなる<sup>④</sup>。会社の *earning power* から見て、普通株一株当りの利益配当額が転換率より見て優先株の利益配当額を上回る場合でも、多くの転換がなされると普通株が増加し、普通株の一株当りの利益配当額が減少することを考慮しなければならない。

なお、転換率または転換価額が全期間にわたり一定している場合は、優先株主に対して普通株の市場相場が騰貴したときにおける転換の利益を悉く与えうるが、転換率変動するものについては、株主は速かに転換をしなければ不利益となる場合が多い<sup>⑤</sup>。

① もっとも売買手数料は計算に入れられるべきであろう。

② 同前 Harry G. Guthmann & Herbert E. Dougall, *Corporate Financial Policy*, 3rd ed. (1956), p. 86.

③ Joseph F. Bradley, *Fundamentals of Corporation Finance*, rev. ed. (1960), p. 218; Guthmann & Dougall, *op. cit.*, p. 85.

④ 同前 Bradley, *op. cit.*, p. 218.

⑤ 転換率の変動については、拙稿・前掲（論集一四）七四一頁以下参照。

## 第二項 転換株の機能

一 優先株に転換条項が付着せられている場合、それは優先株に対する投資意欲を刺戟するのに役立つが、他方、転換によって発行されるべき株式と同種の株式である普通株を有する株主から見ると、優先株が普通株に転換されるのは多くの場合、優先配当額や転換率などから見て普通株に転換した方が有利と考えられるからであり、したがって、転換によって普通株の数が増加すれば、会社が好況になっても、旧来の普通株主がその恩恵を受ける割合が減少するので、たとえば普通株主が抱いている優先株よりも高率配当を受けうる将来における期待を減滅せしめ、その投機性を稀薄化するところとなり、その市場価額も上昇しないという不利益を受け、それは同時に、将来における普通株による自己資本の集中に際して、普通株の市場性・商品性が弱化的ることとなる<sup>①</sup>。しかしこれは、会社の不況時代に有利な条件で資本を調達しえたことに対する代償であって、転換権者にとっては不況時代に自己に不利な条件で転換株を引受けたのは、好況となってから有利な配当を受けうることを考慮したのであって、このことは必ずしも不均衡とはいえないであろう。

転換優先株の発行によって、普通株の市場性・商品性が弱化的ことを妨げるために、転換期間を短く定めたり、償還条項を併設したりすることもある。転換期間をどのように定めるかによって、その転換権の機能に相異が生じる。発行後直ちにあるいは間もなく開始し、短期間で終るものは、会社の株式構成における変化をできるだけ迅速に確定させるのに役立つが、転換の機会が少ないので株主にとっては不利である。とくに会社設立の当初に発行されたものについては、当該会社が普通株にも相当の配当をしうるほどになるには相当日時を要する

ので、転換の終期が相当後でなければ、転換の機会は殆んどないということになるであろう。

なお、普通株から優先株への転換が認められる株式を発行する場合には、従来の配当率の維持ができるかどうかという点が、会社の経営政策上慎重に検討しなければならない問題としてでてくるであろう。

① 岡村正人・全訂株式会社金融の研究(昭三六)九七頁。

二 転換によって株式数に変動が生じるときは、各株式の会社支配力(発行済株式総数に対する割合)に増減が生じるところから、転換は会社支配に影響を与えることになる。また、転換株が無議決権株の場合には、転換発行株が議決権のある株式であれば、転換によって会社支配に影響を及ぼすこととなる。同様に、転換株が議決権のある株式で転換によって発行される株式が無議決権株の場合にも、転換は会社の支配に影響を与えることとなる。アメリカでは優先株は議決権なきものとせられることが多く、無議決権優先株から普通株への転換は、会社支配の問題に影響を及ぼすことが多い。そしてときには、経済的には損失であるけれども、会社支配という点から議決権を目的とした株式の転換が行なわれる場合もある。<sup>①②</sup>

更に株式の転換がなされるか否かによって、それは取締役会において新株発行のできる授權未発行株式総数やある種の株式の未発行株数に影響を及ぼすので、新株発行が会社支配に関連して利用される場合には、株式の転換の有無が会社支配に影響を及ぼすこととなることも生じうる。

① Joseph H. Bonnevile, Lloyd E. Dewey & Harry M. Kelly, *Organizing and Financing Business*, 6th ed. (1959), p. 103.

② なお無議決権株については、拙稿「無議決権株」法学論集一〇巻二号一二六頁以下、及び「無議決権株」法学論集一〇巻三号二七一頁以下参照。

③ この点については、拙稿・前掲(論集一五巻二号)一六八頁以下参照。



三 償還条項が、転換株に付着せられているときには、それが株主の転換権行使を強要しうる結果をもたらす場合があり、会社が株主に転換をすることを実質上強要しうる地位に立つことを可能にすることが生じる。<sup>①</sup>

会社が償還をなしうる強制償還条項付転換株の場合には、転換によって発行される株式の市場価額の高騰が予想される場合、会社の償還権行使を免れるために、転換をすることが間接的に強要されることとなる。償還価額よりも転換発行株の市価の方が高くなるような場合には、会社が償還を行なわんとするので、結果として、証券所持人がその転換権から得る利益の最大限を制限する地位に会社をおく。<sup>②</sup>つまり転換によって発行される種類の株式が高騰し転換が非常に有利となり、したがって償還条項付転換株の価額が償還価額を上廻るようになったときに償還がなされるからである。<sup>③</sup>

なお義務償還条項付転換株の償還価額は一般に転換権を除いた投資価値を基準として定められるが、この場合はたとえ将来転換権が無価値となった場合でも、また転換株の価値下落の場合でも、投資者は投資を回収することができるわけである。<sup>④</sup>

① Plicher, op. cit., p. 53.

② 拙稿「償還株—その種別と沿革—法制—」法学論集二卷三・四・五合併号五七八頁以下参照。

③ Plicher, op. cit., p. 52.

④ この場合アメリカでは、償還条項の多くは、償還に当っては三〇日〜六〇日前に会社が償還の通知をしなければならないとしているので、通知後の期間中に、普通株の時価が、優先株から普通株への転換はもはや利益でないという線まで下落した場合の危険を会社は負わなければならない(株式の償還の決定後は取消すことはできないので)。すなわちもしかかする事態が生じた場合には、償還株主は転換ではなくて償還を欲するから、会社は償還しなければならなくなる。もっともその場合の危険を引受けしめるものとして、投資銀行業者が利用されることもあり、転換がなされない場合に、償還価額で償還株を買うことを保証せしめるわけである (Plicher, op. cit., p. 52)。

⑤ アメリカにおいて一九四八〜五二年発行の七三の転換優先株について見れば、その三四・三%が転換権が行われる間償還基金をもち、一

九・二%は転換期間の満了後償還基金をもつものであった (Pitcher, op. cit., p. 55)。<sup>1</sup> 一般的に「償還基金は資本の返還のためのものであり、普通株に切換えることを目的とする「転換」との関連から見ればそれは転換株の本来の目的に反し、したがって転換権が行使される間償還基金をもつものは、一般には比較的少ないのであるが (Pitcher, op. cit., p. 55)。<sup>2</sup> しかしなお多くの転換株が償還基金をもっているのは、第二次世界大戦後の投資者の要求傾向によるといわれている (なお一九三七～四〇年では優先株の一七・二%が償還基金をもっているにすぎなかった)。

なお償還基金については、拙稿「償還株―続その一―」法学論集二二巻六号七〇五頁以下参照。

なお、アメリカにおいて一九四六～五二年に発行された七二の優先株の中五〇・七%は償還基金をもつものであった (Pitcher, op. cit., p. 55)。<sup>3</sup>

## 第二款 転換株の地位と特質

### 第一項 転換権の性質

一 昭和二五年改正前の旧法の下では、転換権は株主の一方的意思表示によって、株主権の内容に変動を生ぜしめうべき権利であって、一種の形成権であると解せられていた。<sup>①</sup>

ドイツにおける転換株の転換権は、株主の他の種類の株式への変更 (Umwandlung) を請求する権利であって、一種の形成権であり、<sup>②</sup> そして、転換は定款上予定されている株主の権利の変更の実施の一態様である、と考えられよう。<sup>③</sup>

① 大隅健一郎・会社法論 (昭三三) 三五二～三五四頁。

② 西原寛一・会社法 (昭三二) 一四四頁。

③ 矢沢惇「転換証券の法理的構成 (一)」法学協会雑誌六八巻六号五七三頁。

二 アメリカにおいては、転換権は通常の株主としての権利とは独立にそれに付加された選択権 (option, op-

tonal right)であつて、それが付加されても株式の性格を変えるものではないとされている。また転換権は転換証券と分離され得ず、転換権はそれが付着せられている証券の所持人からは分離されえないけれども、それは株式それ自身の一部ではなくて、あたかも別の証書 (Instrument) に化体 (具現) されているかの如く解せられるべきものであるとされている。<sup>①</sup> すなわち、それは本質的には一つの独立せる選択権である。<sup>②</sup> しかしそれを表彰する証券と非分離的に結合しており、その所持人にとってのみ使用しうるものである。<sup>③</sup> それは証券の所持人自身によつてのみしか行使されえず、またそのもの以外に譲渡されえない。証券の移転は当然に転換権の移転に伴なう。<sup>④</sup> しかしこの二つの要素 (権利) の独立性を示すものとして、転換に関する付属的契約の有効・無効は、原契約 (証券) の有効性には全く影響を与えないということが指摘されている。<sup>⑤</sup> すなわち転換条項が無効であっても、それは株式自身の一内容ではないので、株式の効力には影響はないわけである。そして転換権の付与はいわば片務契約の申込 (offer of unilateral contract) とされ、転換の請求が申込の承諾 (acceptance) に当り、会社は転換に依つて新株を発行しうる準備をし、且つ請求により新株を発行する撤回不能 (irrevocable) の義務を負う。<sup>⑥</sup> 取締役は授權株式の範囲内で転換に依つて随時新株を発行することができ、この場合の新株の発行は通常の新株発行と異ならず、ただ発行の対価が株式である点に特異性が存するのみであるとせられている。<sup>⑦</sup>

① Hotchkiss v. National Banks (1874) 88 U. S. (21 wall.) 354; Lisman v. Milwaukee, Lake Shore & Western Ry. Co. (C. C. Ws. 1909) 161 Fed. 472, aff'd. (C. C. A. 7th, 1909) 170 Fed. 1020, certiorari denied (1909) 214 U. S. 520; P. W. Brooks & Co. v. North Carolina Public Service Co. (D. C. N. C. 1929) 32 F. (2d) 800, aff'd. (C. C. A. 4th, 1930) 37 F. (2d) 220; Wood v. Whelan (1879) 93 Ill. 153; Parkinson v. West End Street Ry. Co. (1889) 173 Mass. 446, 53 N. E. 891; Denny v. Cleveland & Pittsburgh Ry. Co. (1875) 28 Ohio St. 108; Gay v. Burgess Mills (1909) 30 R. I. 231, 74 Atl 714.

② Pilcher, op. cit., p. 24.

- ③ *Denney v. Cleveland & Pitsburg Ry. Co.* (1875) 28 Ohio St. 108.
- ④ *Denney v. Cleveland & Pitsburg Ry. Co.* (1875) 28 Ohio St. 108; Hills, 19 Cal. L. Rev., 3.
- ⑤ George S. Hills, *Convertible Securities—Legal Aspects and Draftsmanship*, California: a Law Review, Vol. 19 (1930), p. 3; Arthur Stone Dewing, *A Study of Corporation Securities, their Nature and Use in Finance*, 1934, p. 376;
- ⑥ Hills, op. cit. (19 Calif. L. Rev.), p. 12.
- ⑦ 転換権は転換株主がその権利行使に必要な手続をとる中で会社の義務とはならぬような権利である (Hills, op. cit. (19 Calif. L. Rev.), p. 32)。
- ⑧ Hills, op. cit. (19 Calif. L. Rev.), p. 9.

三 わが現行商法の下においては、転換には会社の承諾その他の協力が必要とせず、転換を具体的に請求することにより当然に株式は転換され(商法二二二条ノ六)、転換権は株主の一方的意思表示により、旧株式の消滅とこれに代る新株式発行の効力を生ぜしめうべき権利(ただし転換発行株の発行が定款所定の発行予定株数の枠内にあることを条件とする)であって、一種の選択権かつ形成権である。したがって、旧法の下におけるが如く、単に株主がその有する株式についての内容を変更すべき権利ではなくて、形式的には転換株(の価値)を対価として転換発行株の発行を求むべき権利である。このことは、現行法の下では転換率は必ずしも一対一であることを必要とせず、例えば転換株五株に対して新株四株を付与するが如くに定めることもできること、また、転換は請求のときに効力が生じるがそのためには未発行授權株式の枠が存することを要件とすること、などから考えても、単に株式の内容を変更するものでないことは明らかである<sup>①</sup>。

株式(株主権)の内容には、その株式の株式としての本来の価値を追求・維持するための権利(議決権・利益配当請求権など)と、当該株式の株式としての価値を放棄してそれに代る価値を取得しうる権利(償還請求権・株式自由

譲渡権などがあり、転換株の1内容をなす転換権は、この後者に属するものと考えられる。そして、転換権自体も株式の権利内容の1内容を成していると考えられる。もっとも、実質的には、株式の転換は、株式の権利内容及び数についての、変更であると見ることもできよう。<sup>②</sup>

授權株式制度の下においては、会社の発行する株式についてその種別毎に定款をもってその最大限が定められており、その限度内で取締役が新株発行を決定しうるところから、転換によって株式の種類が変る場合旧株の消滅・新株の発行という形式がとられているのである。

旧法の下で株式の転換が株式の内容（種類）の変更と考えられたのは、授權株式制度が採用されておらなかったことによるのであって、転換のもつ実質的な意義内容には現行法における旧法におけるとさして相異はないと考えられる。

① 現行法においては旧法には必要としなかった「転換の条件」（例転換率）を定款の相対的記載事項として定むべきこととし（商法二二二条ノ二第一項、旧三五九条参照）、また転換によって発行される株式の発行価額に関する規定（商法二二三条ノ三）を新たに設けている。このことは現商法がいわゆる授權資本制の下に、転換株式に関し、転換による株式の発行を新株発行の一場合としていることのうち求められる（丹波康太郎「改正商法と株式転換の会計―主として改正商法「第二百二十二条ノ三」に対する一会計学徒の疑問―」会計五九巻二号二〇頁）。

② 株式の転換によっても、実質的には変更後の権利は変更前の権利との間に（経済的な）同一性を有し、したがって例えば変更前の株式に対する質権は、変更後の権利の上に及ぶ（商法二〇八条）。

## 第二項 転換株主の地位

一 転換株がどのような地位に立つかという点については、転換株が転換権をもっているというその特性から、複雑な関係にある。すなわち、転換株は転換株そのものの権利乃至地位と共に、転換によって発行される株式の

権利乃至地位とも密接に関連をもっているのである。ことに転換期間が定められることが多いところから、転換株発行後転換前における種々の事情によって、転換株主の地位に変動を生じることが考慮されねばならないわけである。

すなわち、転換株は、(イ) 転換条項以外の転換株のもっている權益(例、優先配当条項)に関する事項や、(ロ) 形式的な転換条項そのもの(例えば転換率・転換期間など)に関する事項と共に、(ハ) 転換によって発行される株式の価値に関する事項の変動によっても、その利益に影響を受ける。この場合(イ)については、そのような權益を有している種類の株式(例えば優先株)一般の問題となるが、(ロ)の問題は転換株主に主として影響のある問題であり、(ハ)の問題は転換株にのみ特有の問題と、転換によって発行される株式の株主にも共通する問題がある(例えば普通株の一株当りの価値を減少せしめる行為の中には、普通株主は実質上その利益を害せられないものと、普通株主も実質上その利益を害せられるものがある)。

ここでとくに問題となるのは、転換発行株の価値に関する事項の変動について、転換株主がどのような地位に立つかということである。

転換によって発行されるべき株式(例えば普通株)の価値は例えば、株式配当やその種類の株式の新株発行などの各種の操作によって低下せしめられるおそれがあり、それによって転換株は転換の利益に影響を受けるのではないかということが問題となるわけである。転換株は他種の株式への転換の可能性をもっているという特質から、とくにかかる点が考察されなければならない。

二 アメリカにおいては、転換権は、転換期間が到来したときに株式を変更(交換)しうる単なる選択権であ

るとされているので、転換権については、特別な規定がなければ、法律によってその保護を要求しうるものではないとされている。<sup>①</sup> そのために転換価値が害せられるような事情が生じることによって、転換株の実質的な価値が減少し転換株主が損失を蒙ることが生じる。したがってこれを防止するためには、転換条項中にその保護規定を設けることが必要とせられる。そのためアメリカでは通常、定款をもって、転換価値の減益・変更・減失に対する転換株主の保護規定を設けている。<sup>②</sup>

① Parkinson v. West End Street Ry. Co., 173 Mass. 446, 53 N. E. 891 (1899).

② Charles W. Gerstenberg, *Financial Organization and Management of Business*, 3rd rev. ed. (1951), p. 84.

三 アメリカにおける会社の諸種の変動に依じて転換権者を保護するための規定には種々の方法があるが、そのような保護条項としては、一般に次のようなものが見られる。<sup>①</sup>

(1) 転換によって発行されるべき株式が、株式分割 (stock split-ups, stock splits) によって増加されたり、あるいは併合によって減少したときは、転換株一株に対して与えられるべき株式数をそれに依じて増減すること。

アメリカでは、転換証券の所持人は転換によって発行されるべき種類の株式の分割に反対することは認められない。<sup>②</sup> そして転換発行株の分割がなされれば、転換によって付与されるべき株式は分割された株式つまり価値の低落した株式ということになるからである。

(2) 転換によって発行される種類の株式に対して株式配当 (stock dividends) が行なわれた場合には、転換に当っては、その相当数だけ多くの株式を与えること。

アメリカにおいて株式配当を利益配当と見るかどうかについては、その要件・手続・方法などから見て論議の

あるところであるが、<sup>③</sup>株式配当によって転換発行株と同一種類の株式数が増加すると、そのためにその種の株式の配当率の低下やその市場価額の下落が生じることが多く、したがって転換率が同一のままでは転換株主の利益に影響を及ぼすこととなる。つまり株式配当前に転換が行なわれたならば有しているであろう株式の数を転換に当り付与するわけである。もっともかかる条項を設けることは反面、会社が株式配当を行なうことを困難にしますので、定められた枠をこえて株式配当をする場合を除いては転換率を修正しない旨を定めることが望ましいとされている。<sup>④</sup>

(3) 転換によって発行される種類の株式が所定の価額よりも低い価額で追加発行（新株発行）される場合には、転換株主の権益を保護するための調整をすること。

転換によって発行される株式と同種の株式が市価よりも低い価額で発行されれば、その種の株式の価額が低落し、したがって転換株主は転換によって価値の低落した株式しか取得しえないこととなる。したがってかかる場合には、その転換率乃至転換価額の調整がなされる旨を定めておくことが多い。そして、この場合、市価と新株の発行価額との差額が転換率修正の基礎となる。<sup>⑤</sup>また新株発行の場合、転換率を補正することなしに発行される株数の最大限及び発行価額の最小限が転換証書（conversion instrument）で定められることもある。その他、転換価額よりも低い価額で新株を発行する場合には、一元の転換価額に調整がなされる等の規定を設けていることも多い。

また、転換までに転換発行株（普通株）の価値が下落するのを防ぐために、転換の始期が定められているものは、会社の利潤が上り付加的投資に応じうるようになるまで普通株を発行しないと保障がなされる場合がある。<sup>⑥</sup>



また、新株引受権が普通株主に与えられる場合、優先株主はそのとき普通株に転換したならば引受けうべき数の株式を普通株主の引受価額と同じ価額で、引受権をもつ旨を規定することも多い。<sup>⑦</sup>

(4) 転換によって発行される株式が他種の株式に変更される場合には、ことに新株式が額面金額その他の点において同一でないときには、転換率もそれに応じて増減すること。

(5) 転換によって発行される株式に対して優先権をもつ種類の株式の発行や新株引受権をもつ株式の発行、転換によって発行される株式に低い転換価額で転換しうる新しい転換株の発行など、転換発行株(例えば普通株)の価値を減少せしめるような場合には、転換株主の保護をはかること。

転換株の属する優先株よりも劣後順位であっても、転換によって発行される普通株よりも優先順位の優先株を発行すれば、転換優先株主は普通株主と同様これについて利害関係をもつ。また、既発行の転換株よりも転換条件のよい転換証券が発行されると、普通株の価値が減少し、転換株の利益が害されるわけである。

(6) 会社の合併に際しては、合併会社が被合併会社の転換義務を承継すること。

また、新設合併・吸収合併・会社の全財産または実質的全財産の他会社への譲渡、資本の変更、株式の再編制に際する如き場合には、転換優先株主が転換によって受くべかりし普通株と同種且つ同数の株式について権利あること。<sup>⑧</sup>

かかる規定を設けるものは多く、つまり右の如き行為の直前に転換が行われたならば得べかりしものを転換株主に得しめるわけである。そしてこのような定款規定を有する会社が合併等の行為をなす場合には、その合併契約においてこの実現を期すべきは勿論であるが、中には、合併に際しては存続または新設の承継会社をして、転

換請求権を行使せしめるための適切な規定を設けしめ、且つ(旧)転換株主に対し承継会社の適当な株式または財産を与えしめる旨定款に明定するものもある。<sup>⑨</sup>

アメリカでは、転換条項は転換権という選択権(option)が与えられた契約であるので、それは当事者間でのみ権利義務をつくり出すものである。<sup>⑩</sup>したがって、吸収合併または新設合併に際しても、転換義務は存続会社または新設会社が合併により引受けるべき、消滅する会社の契約・債務・責任の中に含まれず、従って当然に転換に応ずべき義務を承継するものではないとされる。これは、転換権は当該会社の株式の市場価額騰貴を投機する可能性(chance)に過ぎないのであって、会社はこの権利を有する者にこれを行使する能力(ability)または機会(opportunity)を保障せるものとすることをえないというにある。<sup>⑪</sup>したがって、会社が合併(merger)(吸収合併) or consolidation(新設合併)によって消滅した場合、転換株の所持人は転換権を失うものとされる。<sup>⑫</sup>

その他、解散その他の理由による転換権を付与した会社の法人格終了によって、転換株主の転換請求権も消滅する。<sup>⑬</sup>転換証券所持人に対する会社の転換義務は解散を妨げるものとならないし、<sup>⑭</sup>会社財産分配前にその義務を履行する必要もないとされている。<sup>⑮</sup>このように、合併・会社財産の売却・解散は転換権を全く消滅させることとなる。<sup>⑯</sup>しかし特約を以て、存続会社または新設会社が消滅会社の転換義務を承継することは可能であり、また転換株発行会社が転換請求権に影響を及ぼすべき会社行為について、転換株主の擁護手段を講じることが何等差支えないので、転換株主の利益保護のための規定を設けることが必要とされる。

① 転換価値の調整に当っては、定款はよへ、授權転換株の中未発行株式についても、すでに発行された株式と同様の取扱いがなされる旨を規定する (Hills, op. cit. (19 Calif. L. Rev.), p. 22)。

- ② Gay v. Burgess Mills, 30 R. I. 231, 74 Atl. 714 (1909).
- ③ 竹内昭夫・剰余金の資本組入(四三六)一一頁以下參照。
- ④ Hills, op. cit. (19 Calif. L. Rev.), p. 24.
- ⑤ 例へば、転換価額調整の方法は、左記の如く定めらる。
- $$\begin{aligned} & \text{調整後転換価額} = \text{調整前転換価額} \times \frac{\text{転換発行株の新しい額面}}{\text{転換発行株の旧時価}} \\ & \text{= 調整前転換価額} \times \frac{\text{既発行株式数} \times \text{時価} + \text{新発行株式数} \times 1 \text{株当り払込金額}}{\text{既発行株式数} + \text{新発行株式数}} \end{aligned}$$
- (株数数をさしたるの轉換發行株)
- ⑥ 大分轉換価額としてつゞて、業績・前項(編集一四) 二四〇頁參照。
- ⑦ Plicher, op. cit., p. 51.
- ⑧ Hills, op. cit. (19 Calif. L. Rev.), p. 31.
- ⑨ 島本英夫「特殊の株式」株式會社法雜誌(一)卷五六一頁。
- ⑩ 島本・前掲(雜誌一) 五六一頁。
- ⑪ Hills, op. cit. (19 Calif. L. Rev.), p. 39.
- ⑫ 島本・前掲(雜誌一) 五六一頁。
- ⑬ Dewing, Financial policy of Corporations, p. 264.
- ⑭ 轉換株式の發行に對し、區別が爲る。たとへば、轉換株式發行に對する債權としてつゞて、債權者は、其發行の關係を隨ふに、John Hancock Mutual Life Insurance Co. v. Worcester, Nashua & Rochester Railroad Co. (1889) 149 Mass. 214, 21 N. E. 364' , 11 257' 1-5 7-10 5-9 6 7 8 9 12' Hills, op. cit. (19 Calif. L. Rev.), p. 32 et seq. 參照。
- ⑮ Tagart and Bennett v. Northern Cent. Ry., 29 Md. 557 (1868) ; Day v. Worcester, Nashua and Rochester R. R., 151 Mass. 302 (1890) ; Hancock Mut. Life Ins. Co. v. Worcester, Nashua and Rochester R. R., 149 Mass. 214 (1899) ; Parkinson v. West End St. Ry., 173 Mass. 446 (1899).
- ⑯ Lisman v. Milwaukee, Lake Shore & Western Ry. Co. (C. C. Wis. 1909) 161 Fed. 472 ; Parkinson v. West End Street Railway 173 Mass. 446, 53 N. E. 891 (1899).
- ⑰ Hills, op. cit. (19 Calif. L. Rev.), p. 31.
- ⑱ Gerstenberg, op. cit., p. 83.

株式轉換の整理と特質

四 わが商法の下では、転換権は株式（株主権）の一内容であると解せられる。したがって、アメリカにおける考え方と異なつて、転換権の保護のための条項は特別の場合を除きさして必要でないと考えられる。すなわち、そのような保護条項がとくに存しなくても、転換権は株主権の一内容として一般にその保護がなされるべきものと考へる。

(1) 例へば、株式の分割の場合には、それは転換発行株と同時に転換株も分割されるので、転換前に分割がなされた場合には、分割後も分割前に転換がなされた場合に受け取りうべき株式の数に応じた数の新しい株式と転換しうることに変わりはないと考へられる。<sup>①</sup>

(2) 無償交付や株式配当の場合については、一般に無償交付や株式配当によつて各種株主の経済的利益（株式の価値）を害してはならないという制約を受けるものと考へられ、<sup>②</sup>且つこの株式の価値の中には当然転換権の内容が含まれることになるので、会社は原則として転換株主の経済的利益を害するような方法で無償交付や株式配当をできないということになる。なおこの場合、転換権をもつある種の株式としての地位にもついで無償交付や株式配当を受けるのであるから、割合的会社参加的地位（例へば議決権）については、転換株主は転換後取得しうべき数の株式に応じた権利を主張できないものと考えられる。

(3) 新株発行の場合、転換株主について問題となる事項は、転換株に認められている転換権以外の権利内容（例へば利益配当）にどのような影響を受けるかということと、転換権の価値（転換発行株の一株当りの価値）がどのような影響を受けるかということである。

例へば各株式に普通株一株が割当てて発行される場合には、優先株の転換率が二対一である場合、優先株主に

は一株につき普通株二株が割当てられなければ、転換株主の転換後の地位について見れば、新株の発行によって会社に対する割合的参加的地位(例えば議決権)について損害を受ける可能性は生じることになる。しかし新株引受権については、会社参加的地位を維持するという意味での新株引受権については、転換株一株は転換前においては依然として一株としての地位を有するにすぎないのであるから、転換率に応じた新株引受権を認めることはできない。また転換株に新株引受権が排除されている場合や、転換発行株にのみ新株引受権が認められている場合には、転換発行株について同一の新株引受権を転換株に認めることはできないと考える。このことは、現行法上株主は会社参加の割合的地位を確保するという意味での新株引受権はこれを有しない建前をとっており、会社は一般的に株主に新株引受権を与えなくても新株を発行でき、各株主の会社参加的地位は絶對的に確保できないことから考えても、不当ではないであろう。そして、定款を以てとくに新株引受権を株主に与える旨定めている場合には、その定款の規定にしたがって新株引受権が各株主に与えられることになる。

これに対してその株式の経済的利益を確保するための権益は、各株主はこれを有するわけであって、この点から見た転換株主の利益は保護されることになろう。この場合の転換株の価値低下は、転換権を除いた権益についての価値低下と共に、転換発行株の価値低下によってもたらされるわけである。株式の経済的価値確保についての問題は、一般に新株が時価で発行される場合には生じないが、時価未満の額で新株が発行される場合には、数種の株式が存するときには、株主に新株引受権が与えられる場合にも、一般的に問題となるものである。<sup>⑧</sup>

なお、種類株主も、とくに優先・劣後の定めのない権利については、平等的取扱いを受けるが、定款の規定によって異別的取扱いをなし得、また定款に規定がなくても、種類株主総会の承認を得て、例えば優先株には新し

く発行する普通株についての新株引受権を排除することができる（商法二二二条）。この場合優先株のなかにも、転換条項のあるものとなないものがある場合には、転換条項のある優先株についてはとくに転換という観点から一般の優先株とは利害関係を異にすることがあり、したがって優先株主の総会と共に転換株主だけでもまた一つの種類株主の総会を構成しうべきものと考えられる（商法三四六条）。

また新株の発行価額如何によって経済的損失を蒙る株式がある場合は、その種の株主の総会の承認を必要とするものと考えられるが、かかる各種の株式の利害対立を克服するための種類株主の総会の承認についても、転換株主だけの総会が必要となる場合もある。

(4) 転換発行株の権利内容の変更（定款の変更）は、転換発行株についてと同時に、実質的には転換株の転換権の内容の変更ともなるので、それが転換株主に不利益となる場合は、転換株主の総会の承認を要する。

(5) 転換株または転換発行株よりも優先的または有利な権利内容をもった株式の発行は、一般的にいつて発行価額が適正であれば、その権利内容に応じた出資が会社に加わるのであるから、転換株主の利益を害することがない。これに反して発行価額如何によっては、株主に新株引受権が与えられるときでも、一般的に各種の株主の利害の調整が問題となる。<sup>④</sup>

(6) 会社の合併の場合は、わが商法においても、合併契約書に別段の定めなき限り、合併によって消滅する会社の未だ行使せられざる転換請求権は存続会社または新設会社に対しこれを主張することができないものと解せられる。<sup>⑤</sup>しかしこれは転換株主に対し新会社のどのような種類の株式をどのような割合（数）で交付されるかという問題によって解決されるのであって、このことは転換株のみならず一般に各種の株式についても問題とな

るところに帰着する。そして合併の承認の場合、とくに不利益を受ける種類の株式がでてくれば、単なる株主總會の多数で合併の承認を決することはできず、その種の株主總會の承認が必要となる（商法三四五条一項、三四六条）。そして合併条件などについて、転換株についての利害がとくに問題となる場合には、転換株の種類株主總會の承認を必要とすると考える。ただし、転換株はいわゆる数種の株式ではないけれども、転換条項そのものは株式の権利内容についての特性であって、商法三四五条・三四六条の解釈としては、転換条項の有無も株式の種類を構成するものと考えらるべきであろう。このことは、転換の条件等の事項は定款に定められる結果として、その変更は定款変更の手續（商法三四二・三四三）によることを要すること、そして、転換株は数種の株式の一つでなくして、数種の株式中の一種に対し転換権の付与されたものであるが、右の定款に定められる事項の変更が転換株主に損害を及ぼすべきときは、その定款変更には商法三四五条を準用して転換株を有する株主の總會の決議あることを要し、この決議がなければ定款変更は効力を生じないものと解すべきであること、から考えてかく解すべきものと考えらる。

なお会社の合併の場合は、株式買取請求権が株主に認められるので（商法四〇八条ノ三）、転換株主はこれによっても保護されよう。

(7) 会社の解散の場合、転換株主は特別の条項なき限り転換株所有者として地位以上の権利をもちえない。したがって、転換率に応じた転換発行株の所有者と同一の権利を主張することは認められないと考える。<sup>⑦</sup>

(8) なお、わが商法の下においても、転換株発行に際し、右のような場合の処置に関し定款上規定を設けることはできる。また例えば合併の場合に、合併契約書において転換権の実現を期することはもとより差支えない。

- ① この点については、拙稿「数種の株式と新株発行・株式分割」民商法雑誌五一巻六号九〇九頁以下参照。
- ② この点については、拙稿「数種の株式と無償交付・株式配当」民商法雑誌五三巻二号一六七頁以下参照。
- ③ この点については、拙稿・前掲（民商五一）九〇一頁以下参照。
- ④ 拙稿・前掲（民商五一）九〇一頁以下参照。
- ⑤ 島本・前掲五六二頁。
- ⑥ 松田二郎―鈴木忠一・条解株式会社法上（昭二九）一五六頁。
- ⑦ なお転換株主の転換権行使を妨げ、普通株主の利益のために解散の決議をしたような場合は、かかる議決権の行使は濫用であって、決議取消の問題となると考える。なお、拙稿「議決権の濫用と株主総会決議の瑕疵」企業法研究八二輯一九頁以下参照。

## む す び

わが国では会社の株式構成が単調であるが、アメリカにおいては、投資者の好みに合つて証券を発行し、できるだけ多くの者より資金を調達するために、多くの種類の株式が利用されている。ことに転換株は、投資の安全性と投機性とを合わせもつという特質より、かなり広く利用されてきている。<sup>①</sup>

わが国では転換株発行の前提である優先株などの利用がきわめて少ないところから、当然転換株の利用がなされない結果となっているわけであるが、優先株の利用が広く行なわれるようになれば、転換株利用の気運が広がるものと考えられる。ことに、転換優先株は安全性を重視する投資機関から、株式資本を調達する好適な証券であるといえよう。<sup>②</sup>

① アメリカでは一九一六〜二〇年及び一九二四〜二九年の期間は転換証券発行が増大し、一九二四年においては、優先株の中、鉄道業では一四%、公益企業では二%、一般産業では七%が転換条項をもっていた（Dewing, A Study of Corporation Securities, p. 380 参照）。一九三二年一月一日現在の鉄道優先株一八九の中、一四が転換条項をもつてゐた（Dewing, A Study of Corporation Securities,



p. 360)。また一九三三～五二年の各々三〇万ドルをこえる Equipment Trusts を除く非公募発行 (private placements) の優先株二〇八の中、転換権のついたものは一七(八・二%)であり、普通株七一の中転換権のついたものはなかった。これに対し、一九三三～五二年の各々三〇万ドルをこえる Equipment Trusts を除く公募発行 (public offerings) の優先株一、三九九の中転換権のついたものは四九四(三三・三%)であり、普通株一、七六四の中には転換権のあるものは存しなかった (Pitcher, op. cit., p. 7, 8)。そして、米国工業会社の転換優先株の発行(株種数)は、一九三八年一五〇〇、一九四九年四二五、一九五六年一三八〇である(これは資本構成単純化傾向と無議決権株回避傾向から、優先株上場総数の減少と関連するものと見られる。中池彦雄「日本優先株の発行形態とその分析」主として米国電力会社の優先株との対比から)企業法研究七七(七頁)。また、電気事業会社の一九五八年末現在優先株発行数四四五の内、転換優先株は一五であった(中池・前掲二七頁)。

アメリカでは private placement (直接嵌込み・私的嵌込み) の場合は、多くの場合普通株主が新株引受権をもっていたので、普通株主に発行しなければならず、その事例が少なくとられてくる (Pitcher, op. cit., p. 8)。すなわち、普通株主が新株引受権をもっているときには、普通株主へ転換しうる優先株は引受権にもとづいて売出さなければならぬ。すなわち、かかる優先株が転換する株式に応募する権利をもっている株主は、同じ割合で転換株に応募しうる prior right をもつて、private placements においては転換株発行の多くの場合に支障をきたすわけである(普通株主が普通株に転換しうる senior issues を引受ける権利をもつことは、合衆国では古くからの原則である。Pitcher, op. cit., p. 96)。

なおアメリカにおいて一九四八～五二年に発行された(ニューヨーク株式取引所上場申請について説明書の提出された)転換優先株六二の中、二〇は普通株主に対する新株引受権が要求された (Pitcher, op. cit., p. 98 参照)。

また新株引受権が存しない場合でも、発行会社が優先株に転換条項を附加せるときには、現存せる普通株主に転換優先株を呈供すべき道徳的義務があるものと、多くの会社経営者・投資銀行業者は考えている (Pitcher, op. cit., p. 8)。

なお、アメリカにおける転換優先株の発行についての普通株主の新株引受権及び公募 (pitch) Pitcher, op. cit., pp. 99～110 参照)。

② アメリカでは一九三〇年以來、社会及び経済の発展により、投資機関 (institutional investors) が資本市場において支配的力を發揮するまでに成長したが、ことにその大なる投資基金 (investment funds) をもつ生命保険会社の転換証券に対する態度は、きわめて受容的であり (Pitcher, op. cit., pp. 111, 112) その増加傾向が見られる。しかし private placement の場合のその主たる引受者である生命保険会社は歴史的に、普通株主に関心が少なく、加えて、その資産運用上普通株投資に対しては法律上制限せられており(その総資産の三%まで) としてもいたが、普通株は八億七千六百万ドル(一・一%)にすぎなかった (Pitcher, op. cit., pp. 9, 112)。なお一九五三年末生命保険会社全体で、優先株一六億九千七百万ドルをもっていたが、社債は三二九億九千七百万ドルをもっており、社債の占める割合が非常に大である。

### 株式転換の機能と特質

る (Plicher, op. cit., p. 113)。なお、損害保険会社(火災・海上・災害・安全保険会社)では、一九五二年末にその総資産一五九億ドルの中五三億ドルを私企業証券に投資してあり (Plicher, op. cit., p. 120, 121)。また投資信託について見れば、一九五三年末に総額五一億ドルの資産をもちつた (Plicher, op. cit., pp. 123, 124 参照)。