

オプションの発行と会社法〔上〕

新株予約権制度の創設とその問題点

藤田友敬 東京大学助教授

一 はじめに

平成一三年一月に成立した「商法等の一部を改正する法律」により、新たに新株予約権制度が創設された。これは会社に、いわゆるオプションの発行を一般的に認めるものであり、種類株式制度の改正と並んで、エクイティ証券の発行の自由化の一環と位置づけられる(注一)。同様の制度は、「商法等の一部を改正する法律案要綱中間試案」(平成一三年四月一八日・法務省民事局参事官室)(以下、「中間試案」と略称する)においても提案されていたが、中間試案と改正法の間には、形式・実質共に少なからぬ違いがある。本稿は、新株予約権制度の意義と問題を考えることを目的とする。叙述の順序は以下のとおりである。まず、新株予約権制度の概要について説明した上で(二)、発行手続に

ついて検討する(三)。次いで、特に今回の改正との関係で重要であると思われる、有利発行に関する考え方(四)とストック・オプション制度(五)の二点に関してやや詳細にみることにしたい。その後、新株予約権発行後の諸問題(新株予約権の行使、新株予約権の消却、株式交換との関係等)について触れ(六)、最後に新株予約権付社債に関して考えることとしたい(七)。

紙枚の関係上、すべての条文についての網羅的な検討をする余裕はないため、基本的な考え方において重要と思われる部分に限って検討することにしたい。なお、以下引用する条文番号は、特に断らない限り改正後の商法のそれを指す。

二 新株予約権制度の意義

新株予約権とは、これを有する者が株式会社

目次

- 一 はじめに
- 二 新株予約権制度の意義
- 三 新株予約権の発行
- 四 新株予約権の有利発行 (以上本号)

に対してこれを行使したときに行使者に対して新株を発行しまたはこれに代えて会社の有する自己株式を移転する義務を負うものである(一九〇条ノ一九第一項)。会社が発行する株式をあらかじめ定めた価格で取得することができる権利(オプション)の発行は、従来は、ストック・オプションとして取締役・従業員に与える場合(改正前二八〇条ノ一九)および社債と組み合わせる場合(改正前二四一条ノ二、三四一条ノ八)に限って認められていたが、今回の改正によってオプション単体で発行することが一般的に認められるに至ったわけである。なお、従来から用いられてきた「新株引受権」という言葉を避け「新株予約権」なる新たな名称を取り入れたのは、新株引受権という用語がさまざまな異なる意味で用いられ、やや紛らわしいことから、オプションの場合について特に区別するために用語法を変えたとされている(注二)。

これまで商法はオプションの発行については

非常に消極的なスタンスで臨んできた(注三)。このような姿勢の背後には、オプションが行使される場合には行使価額が常に株式の時価よりも低いはずであるから、オプションの発行には当然に有利発行類似の問題があるとの発想があったようである(注四)。これに対して、オプションの発行を一般的に容認する改正法は、発行されるオプションの内容と対価次第では当然に既存株主の利益を害するとはいえないという前提に立つものであろう(ただし、有利発行規制に関しては後述のように大きな問題がある)。そうだとすると、今回の改正は単にオプションが発行できる場合を広げたといういわば量的緩和にとどまるものではなく、オプションというものの性格についての従前の見方を根本的に改めたことになり、きわめて重要な意義を有する。

三 新株予約権の発行

1 発行手続

定款で株主総会決議を要求していない場合には、有利発行に該当しない限り、取締役会決議によって新株予約権の発行を決議し得る。取締役会においては、二八〇条ノ二〇第二項各号に規定された事由について決議する。列挙されているのは、新株予約権の目的である株式の種

類・数(一号)、新株予約権の総数(二号)、新株予約権の払込期日(三号)、新株予約権の行使に際して払込みをなすべき額(四号)。以下、本稿では「行使価額」と呼ぶ)、新株予約権の行使期間(五号)といった基本事項に加えて、その他の権利行使の条件(六号)、新株予約権の消却に関する事項(七号)、譲渡制限(八号)、新株予約権証券の発行(九号)、新株予約権の行使によりなされる新株発行の際に資本に組み入れない額(一〇号)、新株予約権の行使により新株発行がなされる場合の利益配当の処理(一一号)、新株予約権の引受権(一二号)、有利発行に関する事項(二三号)、譲渡制限を設けた場合に株主以外に新株予約権を与える場合の相手方・割当数(一四号)である。

会社が新株予約権の発行の際に株主に新株予約権の引受権を与え、いわば新株予約権の株主割当を行う場合(二八〇条ノ二〇第二項一二号)には、後述の有利発行の規制は被らないことになる。株式の譲渡制限のある会社では、新株予約権の引受権が株主に与えられることになる(二八〇条ノ二七)。ただし、株主総会特別決議によって、新株予約権の引受権を排除することは可能である(二八〇条ノ二七ただし書)。

2 公告と差止め

新株予約権の発行に際しては、既存株主に発行差止めの機会を与えるために公告あるいは株

主への通知が要求される(二八〇条ノ二三)。新株発行の場合(二八〇条ノ三ノ二)とほぼ対応する規定であるが、新株予約権の内容に関わる諸事項と並んで新株予約権の発行価額・行使価額の算定の理由(無償発行の場合にはその理由)が加えられているのが特徴である。新株予約権の発行の場合にはその価値の算定が複雑であるために、有利発行か否かの判断に必要な情報の提供が必要だという理由から加えられたものと考えられる。このような趣旨からは、公告されるべき算定の理由は、有利発行か否かを判断するために十分な情報を含むものでなくてはならず、「市況その他を総合勘案し妥当な発行条件だと判断した」等といった抽象的なものではなく十分であろう。後述のように、有利発行か否かがオプションの対価の妥当性を基準に判断されるとすれば、オプション評価モデルによりオプション価額を算出する上で必須のデータ(たとえば、株式のボラティリティをいくらとして算出した発行価額なのかといった点)を適宜示す必要があると思われる(計算結果としてのオプションの評価額だけを示されるとそれが適切か否かの判断のしようがない)(注五)。

新株予約権の発行についても、新株発行差止めの規定が準用されている(二八〇条ノ三九第三項、二八〇条ノ一〇)。有利発行であるにも関わらず特別決議を経ないケースが差止めの対象となることは、——有利発行の概念につい

ての争いは別とすると——問題がない。厄介な解釈問題をもたらす可能性があるのは不正発行である。新株発行（第三者割当増資）の場合には、支配権の維持等を主要な目的とした第三者割当増資は不正発行として差止めの対象となるというのが従来判例である（注六）。それでは、現経営陣がその地位を将来的に安定的にすることを主たる目的として新株予約権を発行する場合はどうか（注七）。典型的には、発行会社に対する公開買付けであるとか、議決権の一定割合以上が取得されたといった事由の発生を条件に新株予約権の行使が可能となるような新株予約権を数多く発行しておくことが考えられる。第三者割当増資に関する主要目的ルールの考え方が、このように買収の相手方も特定されていない段階でとられる一般的・事前予防的な措置についてもただちに及ぶか否かは、はっきりしない（注八）。一般的な安定株主工作と同次元のものだとみれば不正発行とはならないという考え方もあるかもしれないが、もっぱら買収を阻止することを目的とした措置を全面的に容認することとなつてよいとすることには抵抗もあろう。この点は、敵対的買収に対する一般的な評価に関わり、本稿の考察の範囲をはるかに超えるため、ここではこれ以上深入りしないが（注九）、いずれにせよ、新株発行の場合の規定がそのまま準用されているとはいつても、不正発行の取扱いに関しては、新

株発行の場合とは次元の異なる判断を迫られるという点だけは強調しておきたい。

なお、新株発行の差止めの規定は準用されているが、新株発行無効の訴えのほうは準用されていない。その結果、違法な新株発行がなされた場合については、一般原則どおりにその効力を争うことになる。

四 新株予約権の有利発行

1 オプションの有利発行をめぐる基本的な考え方

新株予約権を株主以外の者に対して特に有利な条件で発行する場合には、株主総会の特別決議が要求される（二八〇条ノ二）。そこで、いかなる場合をもって有利発行と考えるかが、理論的にも実務的にも重要な問題となる。あえて図式的に単純化して整理すると、オプションの有利発行に関しては、これまで根本的に異なる次の二つの考え方が示されている。

●A説 オプションの行使期間中の発行会社の平均株価を予想し、その合理的な予想額と行使価額とを比べることで有利発行か否かを判断する（合理的な予想額が行使価額と新株予約権の発行価額の合計を大きく上回ると「特に有利な条件」となる）。

●B説 オプション評価モデルに従いオプション

の発行時点におけるオプションの価額を計算し、それに見合う対価が支払われたか否かで有利発行か否かを判断する（オプションの価額に比較し、発行価額が大きく下回ると「特に有利な条件」となる）。

従来、オプションの有利発行の問題は、転換社債や新株引受権付社債の発行についての有利発行規制の解釈として議論されてきており、結論としては転換価額・行使価額を発行時の株価と比較して判断するといった解釈が多数であった（注一〇）。従来の多数説の考え方は、A説ともB説とも異なるが、考え方としてはA説的な発想をとりつつ、将来の株価の予測は現実には不可能である以上、現在の株価との比較にならないを得ないとするもの（いわばA説とでもいべきもの）であったように思われる（注一一）。もつとも、新株引受権・転換権についてオプションの価値を算定して、それを発行価額と比較して判断すべきであるという考え方（B説）も少数説ながら存在した（注一二）。

A説とB説とは具体的にどういう違いをもたすかを確認しておこう。両説が明白に異なる結果をもたらす例として、A説によると、新株予約権の行使期間における当該会社の株式の合理的な予想価額以上の額に行使価額が設定されていた場合には、新株予約権を無償で発行しても有利発行とはならなくなることが挙げられる。B説によれば、オプション価値を評価し、

【説例】 予想株価の確率分布

行使時の予想株価	確 率
14万円	5%
13万円	10%
12万円	15%
11万円	20%
9万円	20%
8万円	15%
7万円	10%
6万円	5%

それを基準に新株予約権の発行価額を決めることになるわけであるが、たとえ行使価額を相当高く設定したとしても行使期間の経過していきにくいオプションの評価額が0になることはない（注一三）、新株予約権の無償発行は常に有利発行になる。

また、新株予約権の行使期間についての考慮の仕方でもA説とB説では異なってきたであろう。行使期間が長ければ長いほど、他の条件が同じ限り——オプションの価値は高くなるから（注一四）、B説によると新株予約権の行使期間の長さは、発行価額の算定のあり方に直結する。これに対してA説からは、行使期間の長さは、少なくとも直接には考慮されないであろう。行使期間が長くなったからといって、ただちにその期間の予想平均株価が上昇するとは限らないからである。

2 株価予測がオプションの評価か

——A説の問題点——

それでは、いずれの考え方が、より経済合理的なものであろうか。結論からいうと、A説のような考え方で新株予約権の有利発行を規律すると、明らかに既存株主に損害を与える。たとえ行使価額として行使時点での合理的な予想価額を超える額が設定されていたとしてもオプションの価値は決して0にはならないからである。多くの読者には自明のことであろうが、念のため次に数字を挙げて説明する。

単純化のために次のような例を考えよう。いま発行会社の株式一株を取得することができる新株予約権を発行するとして、新株予約権行使時（単純化のために行使期間は一時点であるとする）の発行会社の株価の予想値の確率分布が、上掲の表のようなものだとする。すなわち、二〇%の確率で一十万円あるいは九万円、一五%の確率で一二万円あるいは八万円、一〇%の確率で一三万円あるいは七万円、五%の確率で一四万円あるいは六万円になると予想されるわけである（あくまで説明の便宜のための単純化と理解されたい。一定の確率分布に従い株価は一定の範囲内で連続的なさまざまな値をとるといった、より複雑な仮定のもとでも以下の議論はそのまま妥当する。また、同様にもっぱら説明の単純化のため、投資家はリスク中立的であ

ると仮定し、また新株予約権行使時点までの利息 (time value) も無視する（注一五）。この場合、A説にいう「合理的な予想価額」は、これらの期待値の合計であるから一〇万円ということになる（ $(14 \times 0.05) + (13 \times 0.1) + (12 \times 0.15) + (11 \times 0.2) + (9 \times 0.2) + (8 \times 0.15) + (7 \times 0.1) + (6 \times 0.05) = 10$ ）。したがって、行使価額を一〇万円以上に設定すれば、A説によれば、発行価額は0でもよいことになる。しかし、この場合、新株予約権の価値はゼロなのか？ もちろん、そんなことはない。新株予約権者は、株価が一十万円以上の場合には新株予約権を行使し株価と行使価額の差額を得るが、九万円以下の場合には行使しない。この新株予約権は、

$(14 - 10) \times 0.05 + (13 - 10) \times 0.1 + (12 - 10) \times 0.15 + (11 - 10) \times 0.2 = 1$ 万円円の価値があることになる（注一六）。したがって、これを無償で発行することは、既存株主から新株予約権者への理由のない利益移転をもたらすことになる。より一般的にいうと、新株予約権所持人は株価が上昇した場合にはその利益を享受し得るが、株価が行使価額以下に落ちるリスクは負わないため（新株予約権を行使しなければよいだけであるから）、たとえ行使価額が将来の株価の合理的な期待値と一致しても、新株予約権を取得することにより、必ず一定の利益を得ることになる（行使期間満了以前のオプションは行使価額の高さにかかわらず必ずプラスの価値を

有する)。しかしA説の発想に従うと、新株予約権取得者の得るこういう利益はまったく無視され(行使時の株価としての合理的な予想価額以上の額を行使価額とすれば無償で発行してもよいことになるから)、必然的に既存株主からオプション取得者への利益移転を容認することになる(注一七)。また前述のように、オプションの行使期間を長く設定すればその分オプションの価値が高まることになるが、A説だこの点も有利発行の判断に当然には反映しないために、この点でも新株予約権取得者への利益移転が生じる。

これに対してB説により、オプションの価額を計算し(たとえば、ブラック・ショールズ・モデルにより)(注一八)、それを基準に新株予約権の発行価額を決めるとすれば、——その計算が合理的になされる限り——この種の利益移転は防げる。もとよりこの種のオプション評価モデルによる理論値の計算にどれだけの信頼性があるかということには疑問もあり得ようが(注一九)、少なくとも構造的に既存株主の利益を害する考え方であるA説よりは、理論的にははるかに筋の通った考え方だと思われる。

3 わが国におけるオプションの発行の実態と既存株主の損害

以上説明した点は、単なる机上の問題ではなく、現実にもきわめて深刻な問題を引き起こし

てきたことについても注意を喚起しておきたい。いわゆるバブル期に、発行会社に不利な条件で転換社債が売り出され、既存株主から転換社債権者への大量の利益移転が生じたことが知られている(注二〇)。そのような現象が起きた原因はいろいろあるのであろうが、商法の解釈論としてオプションの対価としての公正さという観点がおろそかになっていたこともその一助となっていた可能性は否定できない(注二一)。前述したように、たとえば転換社債・新株引受権付社債については、転換価額・行使価額が発行時の時価を上回っていれば原則として有利発行にはならないという解釈が一般的であり(注二二)、しかも社債の利率は考慮する必要はないという立場すらあった(注二三)。このような解釈論を前提とする限り、有利発行規制によつては既存株主からオプション取得者への利益移転の防止はまったく期待し得ない。

4 改正法の解釈

それでは、改正法の「株主以外の者に対し特に有利なる条件を以つて新株予約権を発行する」の解釈としてはいかにあるべきか。改正法が新株予約権を単体で発行することを認め、その発行価額を観念するようになったことは、当然オプションとしての価値の経済的評価ということを正面から認めたものといふべきであり、改正法はB説を前提にするものであるとの理解

も示されている(注二四)。また、中間試案においては、「新株引受権(筆者注:改正法の新株予約権に相当する)の発行価額は『公正なる価額』でなくてはならない」(第五の3)としていたが、発行時点でオプションの価値を評価しその公正さを問題とするB説を意図したものであった(注二五)。

しかし、改正法は中間試案の表現をわざわざ転換社債や新株引受権付社債に関する従来の文言と同じように改めている(注二六)。そして、立法関係者による説明は、むしろA説に沿ってなされている(注二七)。

法案審議の過程でも新株予約権の有利発行に關しては質問が相次いだ(注二八)がなされる一方で、説に従った説明(注二八)がなされる一方で、同じ立法担当官によつて有利発行か否かの判断の際にブラック・ショールズ・モデルを用いた評価を行うという説明もなされている(注二九)。両者は理論的には相容れないため(ブラック・ショールズ・モデルはB説と結びつくがA説とは相容れない(注三〇))、改正法の真の意図がいずれにあるかが実にわかりにくくなっている。以下はあくまでこれまでに公表されている断片的なやりとり・叙述からなされた筆者の憶測であり、もし誤解であれば非礼を幾重にもお詫びするが、立法担当官は、現在の実務で用いられているオプション評価モデル(ブラック・ショールズ・モデル)とは将来の株価

を予測するモデルであるという理解（誤解）をしていたのではなからうか。このため、これを将来の株価予測を前提とするA説——それは転換社債・新株引受権付社債の有利発行をめぐる従来の多数説とも親和的な発想である（前述「および注一〇参照」——と誤って結び付けてしまい、それを前提に改正法の説明がなされているのではないかと思われる（注三二）。もしこの憶測が正しいとすれば、——現実にはA説とオプション評価モデルは相容れないために——立法担当官は将来の株価予想という発想で有利発行規制をとらえていたという点を重視しA説をとるか、オプション評価モデルの利用を当然の前提としていたという事情をくんでB説に従った解釈・運用を行うかという選択をしななければならないことになる。

すでに2において説明したように、A説はオプションの経済的性格を根本的に無視し、その結果既存株主を構造的に害するおそれのある考え方であることから、改正法がB説に沿って解釈・運用がなされるように望みたい。それは、前述のような理由から、——表面的には立法担当官の説明と反する面もあるが——決して改正法の真に意図したこととは反するものでもないと考え（注三三）。特にA説をとった場合、新株予約権発行の際の公告すべき事項の解釈に窮することになる。A説からは、行使期間中の予想平均株価の算出の理由を示さなくてはなら

ないことになるが（注五参照）、こういったデータは示しようがないのではなからうか（注三三）。立法担当官もブラック・シヨールズ・モデルに基づく算出値等を開示対象と考えていたことも（注二九に引用した答弁の最後の部分参照）、B説に従った解釈をとるべき付加的な理由と考えてよいと思われる。

なお、万一、改正法の解釈としてはA説をとらざるを得ないとしても、標準的な手法によってなされたオプションの評価額を大幅に下回る額で新株予約権が発行された場合には、取締役の責任は生じるといわなくてはならない。すなわち、A説をとる限り、行使価額と発行価額の合計が行使期間の予想株価の平均値を上回れば有利発行にはならないにせよ、本来なら売ることのできる価額を大幅に下回る価額で新株予約権を発行することは、明らかに取締役の任務懈怠といふべきだからである（注三四）。

（注一） オプション系の証券の発行に、——インセンティブ報酬の設計は別とすると——いかなる経済的な意義があるのかという点は、理論的にはなかなか興味深い。転換社債・新株引受権付社債に関して教科書類にみられる「転換権あるいは新株引受権が甘味剤（スウィートナー）として機能することになるので、発行会社としては、社債の利率をそれよりも低く定めることができ、資金調達のコストを下げることができ」といった類の説明は、——誤りとはいわなくても——少なくともミスリーディングであ

る。転換社債や新株引受権付社債の利率は普通社債よりは相当安いのが、それは証券を買った投資家がオプション（転換権、新株引受権）を得た対価なのであり、これらの証券の利率が安いことは資金調達のコストが低いことにはならない。「社債の堅実性と株式の投機性を兼ね備えているので会社はこの方法により容易かつ有利に資金を調達できる」といった表現をみかけるともあるが、裏を返せば双方の特質を薄めてしまった中途半端な証券ともいえ、メリットといていいかどうかはよくわからない。

オプション自体が持つ積極的な役割として従来から指摘があるのは、いわゆる負債のエイジェンシー・コストを削減する機能（Richard C. Green, Investment Incentives, Debt, and Warrants, 13 Journal of Financial Economics 115 (1984); Robert A. Haugen and Lemma W. Senbet, Resolving the Agency Problems of External Capital Through Options, 36 Journal of Finance 629 (1981); Michael J. Brennan and Eduardo S. Schwartz, The Case for Convertibles, 1 Journal of Applied Corporate Finance 55 (1988)）あるいは投資家の逆選択に対する対処（Jeremy, C. Stein, Convertible Bonds as Backdoor Equity Financing, 32 Journal of Financial Economics 3 (1992)）等である。もとより、わが国におけるオプションの発行実務が、こういった合理的動機で説明できるか、行動しているかはまったく別問題である（後述のように、バブル期のエクイティ・ファイナンスでは、既存株主の富がオプションの取得者に流出したといわれる。後述四四参照）。

(注二) 前田庸「商法等の一部を改正する法律案要綱の解説」——株式制度の見直し・会社関係書類の電子化等——本誌一六〇六号四頁、一頁二頁(二〇〇一年)。

(注三) 昭和五六年改正によって新株引受権付社債が導入された際にも、オプショソ制度の一般的禁止とそのなし崩しの導入の防止という観点で強調された。竹内昭夫・改正会社法解説(新版)(有斐閣、一九八三年)二七三頁、稲葉威雄・改正会社法(金融財政事情研究会、一九八二年)四〇九頁、元木伸・改正商法逐条解説(改訂増補版)(商事法務研究会、一九八三年)二二二頁以下。

(注四) 河本一郎「分離型新株引受権付社債の経済的機能と法律問題」手形研究三〇巻七号四頁、七頁(一九八六年)、稲葉・前掲書(注三)四〇九頁以下、元木・前掲書(注三)二二三頁以下。これらの見解は、新株引受権付社債が許容される理由として、社債部分の資金がそれ以前に振り込まれているため、それが会社資金として運用されて会社財産の増殖に寄与しているから、その限りで既存株主の利益を害していないと説明する。その前提は、オプショソ単体の発行は当然に有利発行であり既存株主の利益を害するということであり、このためあくまで社債に付加して発行されることが必要条件だといふわけである(後述七三参照)。

(注五) なお、有利発行か否かを、行使期間の平均株価の予想値を發行価額と行使価額の合計額と比較するという発想でとらえるとするなら、公告の対象は行使期間の平均株価の予想値とそ

の根拠ということになる。しかし、このような内容が示せるのかという疑問がある。この点については、後述四四参照。

(注六) 主要な目的が支配権維持にあるとして不公正発行だとした判例として、たとえば、東京地決平成元・七・二五判例時報一三一七号二八頁、主要目的が支配権維持であるとは認めなかつた例として、東京地決平成元・九・五判例時報一三二三号四八頁、大阪地決昭和六二・一・一八判例時報一二九〇号一四四頁、東京地判昭和五二・八・三〇金融・商事判例五三三三号二二頁等。判例理論の分析については、優れた文献が少なくないが、さし当たり洲崎博史「不公正な新株発行とその規制(2)」民商九四巻六号七二一頁(一九八六年)、吉本健一「新株の発行と株主の支配的利益」判例タイムズ六五八号三一頁(一九八八年)、森本滋「第三者割当増資をめぐる諸問題」河本一郎ほか・第三者割当増資 企業金融と商法改正2(有斐閣、一九九一年)二二五頁参照。

(注七) 江頭憲治郎「平成一三年通常国会・臨時国会による商法改正について」本誌一六一七号七四頁、七八一七九頁(二〇〇二年)、棚下元「平成一三年秋の商法改正の概要と検討事項——新株予約権と種類株式を中心に」JICPAジャーナル九五九号六六頁、六七頁(二〇〇二年)はこういう可能性を示唆する。

(注八) 判例の中には、不公正発行に関する一般論として、「株式会社においてその支配権につき争いのある場合に、従来の株主の持株比率に重大な影響を及ぼすような数の新株が発行さ

れ、それが第三者に割り当てられる場合、その新株発行が特定の株主の持株比率を低下させ現経営者の支配権を維持することを主要な目的としてされた」場合であると述べるものもあり(東京地決平成元・七・二五判例時報一三一七号二八頁。傍点筆者)、こういう一般論を反対解釈すると、一般的・事前予防的な措置は不公正発行とならないと考えているという理解も不可能ではない。

(注九) 議論の整理として、さし当たり吉原和志「敵対的企業買収と資本市場」本誌一三九八号二二頁(一九九五年)だけを挙げておく。とりわけ相互保有が次第に解消していく中で、わが国の企業に対して企業買収の予防策を与える必要があるのかどうかを検討しなくてはならない。

(注一〇) 新版注釈会社法(11)(有斐閣、一九八九年)三四一条ノ二注釈三一、三四一条ノ八注釈三〇(鴻常夫執筆)、河本一郎・現代会社法(第八版)(商事法務研究会、一九九九年)二九〇頁、北沢正啓・会社法(第六版)(青林書院、二〇〇〇年)六五八頁、六六五頁、高島正夫「新株引受権付社債」企業会計三三巻九号一〇二頁、一〇七頁(一九八一年)等。

(注一一) この点をもっとも明確に述べた記述を引用しておく。「商法が特に有利な転換の条件(商法三四一条ノ二第三項)または特に有利な内容の新株の引受権(商法三四一条ノ八第五項)という場合の「特に有利」かどうかは、純粹に観念的に考えれば、転換権または新株引受権の行使の時点における株式の時価との関係で

判断されるべきであるが、実際には転換社債または新株引受権付社債の発行の時点で、転換権または新株引受権の行使時における株価を予測することは不可能であり、したがってまた、それを予測して転換条件または新株引受権の内容を決定することは不可能であるから、結局は社債発行時における株式の時価を基準にして、転換条件または新株引受権の内容を決めるほかにいことになる。転換社債の発行の場合に、株式の時価を若干上回らないと有利発行になるという解釈がなされているのは、社債の発行後の株価の値上りを予測したものとすることができるであろう。そして商法は、このような基準で社債発行時に有利な条件または内容でない限り、取締役会の決議のみでこれらの社債を発行することを認め、結果的には転換権または新株引受権の行使の時点で新株の有利発行になつたとしても、これを違法とはしていないという立場をとっていると理解すべきではなからうか。」(前田庸「金融」岩波講座基本法学7・企業(岩波書店、一九八三年)一七一頁、一九五頁)。

(注一二) 江頭憲治郎・株式会社・有限会社法(有斐閣、二〇〇〇年)五二二頁注四。解釈論として、オプションの対価という観点を前面に打ち出した本格的な研究としては、明田川昌幸「転換社債・新株引受権付社債の構造と株主の地位」独協法学三六号(一九九三年)五一頁がある。

(注一三) こういったオプションの基本的属性については、ファイナンスの入門書に譲らざるを得ない。さし当たり、定評のある教科書である

John C. Hull, Options, Futures, and Other Derivatives, 4th ed., Prentice-Hall Inc., 2000、邦訳、ジョン・ハル著「東京三菱銀行金融商品開発部訳・フィナンシャル・エンジニアリング——デリバティブ商品開発とリスク管理の総体系(第四版)」(金融財政事情研究会、二〇〇一年)の第七章を参照されたい。

(注一四) ハル・前掲書(注一三)第七章参照。

(注一五) さらにいえば、このような将来の株価の確率分布が事前にきちんと予想できるはずがないという批判が予想される。ただ、こういう予想が可能であることを否定するとそもそもA説が成り立つ余地はなくなる。ここではA説が成り立つことを前提に、あくまで内在的にその問題を指摘するため、あえてこのような仮定で論を進める。

(注一六) 投資家がリスク中立的という仮定のもので議論である。もともと仮にリスク回避的という仮定をとっても、価値は一万円以下になるにせよ、当然に0になるわけではない。

(注一七) なお、この点は「合理的な予想株価」を高めに見積もり、行使価額を高めに設定するように要求してもまったくクリアされないことにも注意されたい。オプションの行使価額を高くすればオプションの価値は下がるが0にはならない。

(注一八) 厳密には、新株予約権の価値の算定を行う場合には、いわゆるブラック・ショールズ・モデルに多少修正を加える必要がある。たとえばブラック・ショールズ・モデルでは、発行会社が配当しないことを前提としているた

め、この点を考慮すると新株予約権の価値は若干下がる(配当により会社財産が既存株主に流出するが、新株予約権者は配当を受けられないから)。また新株予約権の行使によって株価の希薄化が生じることも考慮しなくてはならない(ブラック・ショールズ・モデルはこの点は考慮していない)。こういった修正を加えた場合にどうなるかに関しては、ハル・前掲書(注一三)三六八頁、三七四頁参照。以下、本稿で新株予約権の価値の計算との関係でブラック・ショールズ・モデルに言及する場合には、その都度いちいち断らないが、こういった微調整を加えることは当然の前提とする。

(注一九) ブラック・ショールズ・モデルによるオプション評価のためには、原資産(ここでは株式)のボラティリティを知る必要がある。当該発行会社のオプションが売買されていればもちろんであるが、少なくとも株式が上場されていればヒストリカル・ボラティリティは一応合理的に推計し得る(ハル・前掲書(注一三)三五二頁以下参照。ただし、この推計に当たってさまざまな操作の可能性は否定できない)。ただ店頭公開前のベンチャー企業等については、信頼できるデータはとりにくいであろう。もっとも、こういう企業については株式の評価自体がすでに困難であり、その結果通常の新株発行ですら有利発行規制が実効的にはなし得ないとすれば、オプション評価モデルの信頼性の問題ではないといったほうがフェアかもしれない。

(注二〇) 若杉敬明・企業財務(東京大学出版会、一九八八年)の「はしがき」に次のような記述

がみられる。「ほぼ額面価額で発行された転換社債が、市場で流通が始まると、たちまち何割も値上がりする。これは明らかに、発行条件の決め方が間違っているからであり、転換社債の発行条件が有利すぎるのである。ということは、既存株主にとって不利であるということであり、その犠牲の上に社債権者が利益を得ているのである」(同書Ⅰ・Ⅱ頁)。実態のより詳細な紹介として、川北英隆「転換社債の発行条件の適正化」本誌一一四八号一八頁(一九八八年)参照。またオプシオン評価モデルを用いた厳密な実証研究として、大嶽文伸Ⅱ小田信之Ⅱ吉羽要直「転換社債の市場価格分析とリスク管理」金融研究一七巻五号八三頁(一九九八年)参照。(注二二) たとえ有利発行規制が不十分であったも、経営者が既存株主の利益を忠実に守ろうとしていけばこういう現象は起きないはずであるから、有利発行規制の解釈だけがこういった現象の唯一の原因だとはもちろんいえない。こういった既存株主からオプシオン所持人に利益移転を行うことに、いかなる人間がいかなる利益を有していたのか、現実はどういう動機でオプシオン系の証券が売り出されていたのかという点は、——さまざまな憶測・噂の類はあるが——はつきりしない点が多い。

(注二二) 前田・前掲(注一一)、鴻・前掲(注一〇)、高鳥・前掲(注一〇)等。山下友信「新株引受権附社債」竹内昭夫編・特別講義商法Ⅰ(有斐閣、一九九五年)三七六頁、三八五頁は、こういう解釈論に対して「それがなぜなのかの説明は必ずしも十分になされているとはいえない

いように思われる」と批判する。

(注二三) 稲葉・前掲(注三)四〇八頁、関俊彦「新株引受権附社債が提起した問題」民商八六巻一号二〇頁、二九頁注一四(一九八二年)。

(注二四) 江頭・前掲(注七)七九頁は、「新株予約権の価値というものはつきり認識された」とし、「新株予約権の発行価額の公正性は、いわゆるオプシオン評価モデル……で算定されたものということになる」とする。

(注二五) 藤田友敬「中間試案の解説①株式に関する部分を中心として」法律のひろば五四巻七号一頁、一六頁(二〇〇一年)。

(注二六) 前田・前掲(注二二)一六頁によると「特に有利な条件」という表現をつけたのは、新株予約権の場合には、発行価額のみならず行使期間・行使条件等が問題となるからだと思われる。ただB説の発想に従えば、行使期間・行使条件・消却条件は当然オプシオンの価値の評価に取り入れられるのであり、結局は発行価額(Ⅱオプシオン・プレミアム)の公正さに還元されるから、ことさらこういう表現をとる必要はない(中間試案が「公正なる価値」という表現を用いたのもそのためであろう)。なお、将来の予想株価を基準に有利発行を考えるA説を前提とした場合に、行使期間や消却条件が理論的にいかなる理由から「特に有利な条件」の判断内容としてカウントされることになるのかは、筆者には十分理解できない。

(注二七) 前田庸「商法等の一部を改正する法律案要綱の解説(下)——株式制度の見直し・会社関係書類の電子化等——」本誌一六〇七号六七頁、

一二頁(二〇〇一年)は、改正法の大綱案について、「新株予約権の行使によって発行される新株の発行価額(新株予約権の発行価額と新株予約権の行使に際して払い込むべき金額の合計額)が新株予約権の行使期間における合理的に予想される時価より低い」場合に有利発行になるとし、A説の考え方によることを明言している。国会審議の場における立法担当官の説明もA説を基本としたものである。次注参照。

(注二八) 有利発行の意義をめぐる質疑は何度か行われているが、たとえば「新株予約権発行時点において払い込まれる新株予約権の発行の対価がございませう。それと、その予約権の行使時点に払い込むべき権利行使額がございませう。この合計が、その新株予約権の発行時点において予測されます権利行使期間中における株価の平均値、これより特に低額である場合には特に有利になる条件ということになるわけがございませう。」(平成一三年一月二〇日の参議院法務委員会における小川敏夫議員の質問に対する山崎潮民事務局長の答弁)という説明がなされ、明確にA説の立場が示されている。これらのやりとりは国会議事録検索システムのウェブサイトで(<http://kokkai.ndl.go.jp/>)で入手できる。

(注二九) 立法担当官は、将来の予想株価に関して、「ただいま申し上げましたように、権利行使期間、例えば三年後とかの一年間とか、そういうふうな仮に定めたとしますと、その期間中における株価の平均値ということになりますから、予測値であるわけがございませう。それで、これをどういふふうに出すかということがござい

いますけれども、これは、例えば市場価格がある株式を典型例でちよつとりたいと思いますけれども、この平均値の出し方でございますけれども、特定の株式の株価の変動というのは過去においての株価の変動の仕方と一応同様なものになるということが多いという経験則がございます。これを前提といたしまして、その値動きから当該株式の株価のばらつき度合いを求めるといいうわゆる統計手法がございまして、その統計手法で権利行使期間中に特定の価格になるといいう確率を算出いたします。それで、その特定の株価に確率を乗じたもの、この数値を出しまして、その間で幾つかの株価になる確率があるわけでございますけれども、それを全部合算をいたします。合算をいたしますと予測値が出てくるということで、これは現在の実務でもこういう方式で計算をしているということでございます。とした上で、「現実には現在の株式の実務におきまして、これはブラック・シヨールズ・モデルと言われているようにございませぬ。先ほど私が御説明したものでございますけれども、これで算定をいたしまして開示をしていくという実務で現に行われているということでございます。これを法制化するということでございます。」(傍点筆者)と答弁している(平成一三年一月二〇日の参議院法務委員会における小川敏夫議員の質問に対する山崎潮民事務局長の説明。福島瑞穂議員の質問に対しても同旨の説明をしている)。

この答弁の最後の部分を読む限り、立法担当官はブラック・シヨールズ・モデルを用いたオ

ブション評価を行うという意識を持つていたことは疑いがなさそうである。もつとも、引用した答弁の最初の部分で述べられている内容は、ブラック・シヨールズ・モデルとはまったく異なるものである。次注三〇参照。

(注三〇) ブラック・シヨールズ・モデルは、前掲(注二九)に引用した立法担当官の説明にあるような将来の株価を予想するためのモデル(前田・前掲(注二七)六七―六八頁もこのように理解しているようである)ではなく、むしろ将来の株価は予想できないということを前提に、オブションの価値の理論値を与えるモデルである(株価がランダム・ウォークするというのがモデルの前提である)。将来の株価は予想できないにもかかわらずオブションの価値は計算できることを示した点に、このモデルの画期的な意義があるといつてもよい(ここでは、ブラック・シヨールズ・モデルそのもの説明をすただけのスペースはない。解説は無数にあるが、ハル・前掲書(注一三)(特に第一章)だけを参考文献として挙げておく)。したがって、将来の株価の予測に依拠するA説の発想とブラック・シヨールズ・モデルとは、原理的に相容れない。もし有利発行規制に際して何らかの形でブラック・シヨールズ・モデルの助けを借りようとするなら――それは現在のオブション取引の実務からみても自然かつ当然だと思われるが――オブションの対価の妥当性を直截に問題とするB説に基づく規制を前提とせざるを得ないのである。

(注三一) これが、注二八、二九で引用した立法

担当官の答弁の一番素直な解釈だと思われる。

(注三二) ちなみに、法制審議会会社法部会における「商法等の一部を改正する法律案要綱(案)」の審議に関する議事録(平成一三年八月八日、平成一三年八月二二日分。いずれも法務省のウェブサイト <http://www.moj.go.jp>)で入手可能)を読むと、「新株予約権の公正価値」を認識し、それに見合う対価がない場合には有利発行であるといった整理が示されており、むしろB説的な発想を前提に議論がなされていたようにみえる。

(注三三) いささかくといかないが、ブラック・シヨールズ・モデル等のオブション評価モデルでは将来の株価の予測値は与えられないからである。

(注三四) ただし、任務懈怠の場合の損害賠償のエンフォースに関しては、二六六条ノ三によって個々の既存株主が自己の被った損害を訴えるということにならざるを得ないと思われる。もし、取締役が会社に賠償するとすれば、それは新株予約権の価値にも反映してしまい、安値で新株引受権を取得した者までウィンド・フォールを得てしまうからである。この点は、新株の有利発行についても同様の問題があるところである(藤田友敬「自己株式取得と会社法」(一本誌一六一五号一五頁注四五(二〇〇一年)参照)。

(ふじた・ともたか)