

# オプションの発行と会社法〔下〕

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

## 五 ストック・オプション制度

改正法では、いわゆるストック・オプション制度は、取締役・従業員に対する新株予約権の無償の付与と位置づけた。いうまでもなくストック・オプションは、取締役・従業員の職務遂行の対価としての性格を有するものであるが、新株予約権の発行価額（オプションの対価）の払込みとしては、労務・サービスの提供はカウントせず無償による発行と整理したわけである（注三五）。改正法は、新株予約権の行使により新株発行がなされる場合、新株発行額を新株予約権の発行価額と行使価額の合計額とみなしており（二八〇条ノ二〇第四項）、形式的にみる限り、職務遂行をもって新株予約権の対価とすることは、発行価額の一部につき労務出資を認めることになってしまうことになるため、ス

トック・オプションを新株予約権の無償発行と位置づけざるを得ないこととなったものと想像される（注三六）。その結果、ストック・オプションは常に有利発行となり、特別決議が要求されることになる（注三七）。従来から新株引受権方式のストック・オプションについて特別決議が要求されてきたが、平成一三年改正により自己株式方式によるストック・オプションが廃止されたため、決議要件だけに着目するとストック・オプションについては実質的な規制強化だといえなくもない（注三八）。

もともと、取締役・従業員に新株予約権の公正な対価を支払わせる形をとれば（その対価分、給与等の上乗せすることになる）有利発行規制は避けることができるし、いったん発行した新株予約権を会社が取得しこれを再交付するという形をとれば無償による付与も自由にできるのではないかと思われる（この点は後述六参

## 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  
(以上本一六二二号)
- 五 ストック・オプション制度
- 六 新株予約権の行使・消却等
- 七 新株予約権付社債
- 八 むすび  
(以上本号)

照）。従来から擬似ストック・オプションは後者のような形をとってきたが（注三九）、改正法のもとでも、こういうやり方が禁じられたと解する理由はないように思われる（ただし、後述のようにインセンティブ報酬を含めた包括的な取締役報酬規制が整備された場合には、そちら側の規制は当然にかぶることになる）。

なお、決議要件以外の点では、付与対象者の限定（改正前二八〇条ノ一九第一項）、行使期間の制限（改正前二八〇条ノ一九第四項）、付与の数量制限（改正前二八〇条ノ一九第三項）が撤廃されたことに加え、「取締役又は使用人の氏名」（改正前二八〇条ノ一九第二項）について決議する必要もなくなった。このため決議要件は加重されたとしても、ストック・オプションの運用の機動性と柔軟性ははるかに高まったといえる

(注四〇)。なお、従来のストック・オプション制度の利用の際に要求されていた「正当の理由」(改正前二八〇条ノ一九第一項)は不要となった。オプションの発行を一般的には禁止していた法制のもとで特に例外的に認めるために課せられていた要件であるから、誰に対しても自由にオプションを発行してよいこととなった以上、撤廃されるのが論理的である。しかも、従来の「正当の理由」に行使条件に関する制約を読み込む解釈も主張されていただけに(注四一)、この文言の撤廃は実質的にも妥当だと思われる。

なお、以上はあくまで新株予約権の発行という側面に着目した規制であって、ストック・オプションには、取締役に対する報酬規制として規制されるべき側面もある。この点については、平成一四年の通常国会における商法改正において手当てされることとされている(「商法等の一部を改正する法律案要綱」(平成一四年二月一三日)第八、第十一の四4、七9等参照)。

## 六 新株予約権の行使・消却等

### 1 新株予約権の行使

新株予約権を行使する者は、請求書に新株予約権証券を添付して会社に提出し(新株予約権証券が発行されていない場合には添付は不要、

行使価額全額を払い込む(二八〇条ノ三七)。新株予約権の行使によって発行される株式の発行価額は、行使価額と新株予約権の発行価額の合計額とされ、この額の二分の一以上は資本に組み入れなくてはならないことになる(二八四条ノ二第二項)。

### 2 新株予約権の消却等

新株予約権については、あらかじめ会社が新株予約権を消却できる事由を定めておくことによつて、当該事由の発生によつて、取締役会決議によつて新株予約権を消却することができる(二八〇条ノ二〇第一項七号、二八〇条ノ三六)。

会社が自ら発行した新株予約権を取得し保有することは、少なくとも新株予約権証券が発行されている場合には可能であろう(注四二)。しかし、取得した新株予約権を行使して自己株式を取得することは、二一〇条の脱法として許されない(注四三)。これに対して、いったん取得した新株予約権を再譲渡することはできるか。自己株式の処分の場合には、平成一三年改正によつて新株発行と同様の規制が加えられることとなった(二二一条)のに対して、新株予約権の処分については同様の手当てはなされておらず、自由な処分が可能だと解さざるを得ないのではないかと思われる。少なくとも立法論的には問題があるところであろう。

### 3 新株予約権と株式交換

改正法は、完全子会社となる会社が新株予約権を発行している場合に株式移転・株式交換がなされた場合の規定を置く。それによると、新株予約権の発行決議において完全親会社に対して新株予約権に係る義務が承継される旨を決議し、株式交換契約書あるいは株式移転についての承認決議によつて、完全親会社に新株予約権に係る義務が承継される(三五二条、三六四条)。義務が承継されるというのは、完全子会社の発行する新株予約権を有する者は、その権利の行使によつて、完全親会社の株式を取得し得るようになるということである。なお、株式交換・株式移転の際には、完全親会社が義務を承継するのではなく、それを機に新株予約権を消却する旨を定めることも可能である。

新株予約権の発行決議においては、完全親会社によつて義務の承継がなされるということに加えて、新株予約権の目的となる親会社の株式の種類および新株予約権の内容に関する「事項の決定の方針」(三五二条一項二号、三六四条三項二号)を決議することになる。ここで「方針」で足りるとされるのは、株式交換・株式移転によつて完全親会社となる会社も決まっていない(あるいはそもそも存在していない)段階でなされるものであるから、具体的な決定は不可能であるということにある(注四四)。しかし、

「方針」とはいえ、株主・新株予約権者の保護のため、ある程度具体的なものであることが要求され(注四五)、「取締役会において妥当と考える条件を株式交換契約書で定める」というような書き方では足りない。

具体的にはいろいろな「方針」が考えられる。もつとも単純なやり方は、完全子会社と完全親会社の株式の価値あるいは株式交換・株式移転比率にそのまま比例させて、新株予約権の行使によって取得する株式数を調整するというやり方であろう。株式のオプションの価値は、必ずしも原資産の価値に比例するわけではないから、もし株式交換・株式移転の情報が多いたく新株予約権の市場価値に織り込まれていないとすれば——このような調整をすると株式交換・株式移転時点で、株主・新株予約権者間の利益移転が生じることにはなる。株式交換時点での新株予約権のオプション価値の評価(流通市場があれば時価)と完全親会社株式に対する新株予約権のオプション価値の評価(流通市場があれば時価)との比率で調整するというのももちろん考えられるが、そのような「方針」でなければ許されないということにはならないであろう。仮に前述のような「方針」で発行された以上は、その点も含めて新株予約権の価値が評価され、発行・流通すると考えるべきことになろう。

株式交換・株式移転以外の組織再編がなされ

る場合については、今回は特に手当てがなされなかった(注四六)。合併の場合は存続会社・新設会社が消滅会社の権利義務を承継し、会社分割の場合には分割計画書・分割契約書の記載に従って承継会社が権利義務を承継するので、特に規定はなくとも、合併契約・分割契約等の取り決めで、新株予約権に係る義務を承継させることができると考えられたようである(注四七)。今回の立法は、そもそも契約書あるいは株主総会決議の記載によって承継させることができるかどうかはつきりしなかった株式交換・株式移転について、そういう取り決めができることを明らかにすることにその意義があるということであろう。

株式交換・株式移転についてなされた改正法の手当てに別段異論があるわけではないが、オプションと企業再編の関係で従来から立法の必要が説かれてきたのは、むしろ、企業再編の際にオプションが無為に消滅することを防止する——たとえば、典型的には合併の際に存続会社・新設会社がオプションに係る義務を承継する義務を認める——ということについてであった(注四八)。新株予約権を単独で発行することを認め、商法がその経済的価値を正面から認めるに至ったことに伴い、こういった手当てを図ることも当然検討に値したはずであるが、それはなされなかったわけである。

## 七 新株予約権付社債

### 1 改正法のもとでの転換社債・新株引受権付社債

改正法は、従来の転換社債と新株引受権付社債を、新株予約権と社債との組合せであると整理し、新株予約権付社債として規定する(三四一条ノ二以下)。転換社債の場合は、「新株予約権を行使せんとする者の請求あるときはその新株予約権を付せられたる社債の全額の償還に代えて……払込ありたるものと為す」という定め(三四一条ノ三第一項七号)をして発行することになる。いわば代用払込的に構成することとしたわけである。もとより改正法は、従来の実務どおり、「転換社債」、「ワラント債」といった通称を使い続けることを妨げるものではないといわれている(注四九)。

### 2 社債の発行価額、新株予約権の発行価額

条文の規定の仕方との関係で、若干気になる点を拾っておこう。三四一条ノ三第一項は、社債の発行価額(二号)、各新株予約権の発行価額(二号)を決議しなくてはならないとする。この各々の文言をどう読むべきかは、必ずしもはつきりしない。従来転換社債・新株引受権付社債については、通常は発行価額として社債額

面額を払い込ませ、特にオプシヨンの部分について「発行価額」を定めその金額を払い込ませるといふやり方はとらず、普通社債よりも利息が安く設定されることによつて実質的にオプシヨンの対価の支払いに充てるといふ仕組みをとつてきた。そこで、これらは改正法上どのように読むかが問題となる。

### (1) 区分処理を前提とした処理

まず考えられるのは、新株引受権付社債に関する会計処理である区分処理の考え方(注五〇)を前提として、新株予約権部分の価値を算出し、それを新株予約権の発行価額として決議し、純粹の社債部分に対応する価値を社債の発行価額として決議しなくてはならないとみる読み方である(注五一)。これによると、たとえば、従来の新株引受権付社債を例にとると、投資家が払い込む総額が一〇〇である場合に、仮にオプシヨンの部分の評価額が二〇であるとすれば、社債の発行価額は八〇、新株予約権の発行価額は二〇として、各々、三四一条ノ三第一項一号、二号の決議を行うことになる。これが条文の文言からは一番素直な読み方であろう。

もつとも、この読み方だと、従来は転換社債の会計処理として区分処理は行われていなかったところ、新たに区分処理が強制されることになるとして、実務からの反発が予想される(注五二)。もちろん、これに対しては、転換社債と新株引受権付社債で会計処理が異なっていた

こと自体がおかしかったとの反論もあり得るが、改正法がこの点を改めさせようという意図であったのかどうかは定かではない。

しかし、以上の解釈をとると、従来の転換社債(代用払込を利用する新株引受権付社債も同様。以下同じ)について、次のような疑義が生じるのではないかと思われる。というのは改正法では、従来の転換社債を新株予約権者の請求により、新株予約権を付せられたる社債の全額の償還に代えて新株予約権の行使価額の払込みがあつたものとみなすもの(三四一条ノ三第一項七号参照)と扱っているが、同時にこの場合には、三四一条ノ三第二項では、新株予約権の行使価額は「社債の発行価額」と同額としなくてはならないとも規定されている。したがつて、社債の発行価額とは社債の償還額だということになる。ところが、従来の転換社債であれば、「投資家が払い込んだ額」償還額「新株の取得のために払い込むべき額」という関係が成り立っていたところ、前記のような解釈をとると、「投資家が払い込んだ額(一〇〇)IV社債の発行価額」償還額「新株の取得のために払い込むべき額(八〇)」となつてしまふ。その結果、投資家が全体として払い込んだ金額と償還額・行使価額が異なるという意味で、従来の転換社債とは異なつた投資商品となつてしまふ。逆にいえば、「投資家の払い込んだ額」償還額「新株の取得のために払い込むべき額」とい

う従来の転換社債そのものの商品設計をするためには、困難が生じることになる。

### (2) 三四一条ノ三第一項七号、八号の定めのある場合について修正する処理

(1)の考え方について述べた最後の難点に着目し、三四一条ノ三第一項七号、八号の定めをした場合には、三四一条ノ三第二項一号にいう「社債の発行価額」は、新株予約権の発行価額と純粹の社債部分の発行価額との合計額を決議する——その限りで区分しない——、という解釈をとることも考えられなくない(なお、この場合も新株予約権の発行価額自体は決議しており、会計的にも区分処理がなされることになろう)。前述の例でいうと、第二号の決議は二〇について行い、第一号の決議は一〇〇全額について行うことになる。その結果、社債の償還額は一〇〇となる(三四一条ノ三第二項)。これに対して、三四一条ノ三第一項七号、八号の定めのない場合には、社債の発行価額とは新株予約権の発行価額を除いた純粹の社債部分の価値だと扱う(注五三)。このように解することができるなら、「投資家が払い込んだ額」償還額「新株予約権の行使に必要な額」という現状どおりの関係を維持できる。しかし、三四一条ノ三第一項七号、八号の定めのある無で社債発行価額の読み方を変えるのは、いかにも技巧的だとの批判は免れない。

(3) 転換社債・新株引受権付社債Ⅱ無償発行と  
する処理

最後に、改正法にいう社債の発行価額とは社債の額面額のことであると理解に立ち、従来の新株引受権付社債や転換社債は、新株予約権を無償で発行したもの(三四一条ノ三第一項二号かつ三書)として処理することも、考えられなくはない。従来の転換社債・新株引受権付社債は、改正法のもとでは、利率が通常より安い社債と新株予約権の無償発行との組合せと扱うことになる。しかし、無償発行だとすると、新株予約権の有利発行とはオプシヨンの評価額に満たない額で発行することだとする考え方(前述B説。本誌一六二二号二〇頁)からは常に有利発行になってしまい、株主総会特別決議が必要だとなってしまうのではないかと疑問が生じる。この点、新株予約権の有利発行の個所(本誌一六二二号二〇頁)で説明したA説をとれば、無償発行であつても行使価額が「合理的に予想された株価」以上に設定されていれば有利発行にはならないとされる余地があるが(注五四)、A説をとることが妥当ではないことはすでに繰り返し述べた。それではB説を前提としつつ、従来の転換社債や新株引受権付社債は、新株予約権について特に発行額に相当する金額を払い込ませないという意味では無償発行ではあるが、社債の利率が安い部分を実質的・経済的には新株予約権の対価であるということをも有利発

行か否かの判断に当たっては考慮する(この局面では実質的に無償発行とは扱わない)という解釈は可能であろうか。従来から、転換社債・新株引受権付社債の有利発行について、「特に有利なる転換の条件」(改正前三四一条ノ二第三項)、「特に有利なる内容の新株引受権」(改正前三四一条ノ三第五項)という文言にもかかわらず、社債の利息をも考慮して有利発行か否かを判断すべきであるとの解釈が有力に主張されてきた(注五五)。ただ改正法は、わざわざ社債と新株予約権の発行価額を別途決議させた上で、新株予約権の部分について「特に有利なる条件」の発行かどうかを問題にしており(三四一条ノ三第三項による二八〇条ノ二一の準用。公告三四一条ノ一五第三項による二八〇条ノ二三の準用)、ますます文言上は解釈の無理が大きくなったといわざるを得ない。

さらに、有利発行の問題に加えて、この解釈だと、転換社債はもちろん、これまで区分処理がなされてきた新株引受権付社債についても、区分処理がなされなくなってしまうのではないかとの疑問もある(従来の転換社債に当たる場合のみ、新株予約権を無償で発行しても有利発行とは扱わないとする解釈をとることは、説明が困難であろう)。

改正法の趣旨がどこにあるかは必ずしもはっきりしないが、まず経済実態とかけ離れ、また

オプシヨンの価値を正確に認識させようとする改正法の趣旨からも大きく外れてしまう(3)の処理には望ましくない面はある。他方、一番条文に素直な(1)をとると、従来の転換社債等の商品性が大きく変わる可能性がある。(2)はいかにも技巧的である。いずれも問題があるが、やむなく(2)あるいは(3)によらざるを得ないということになるか。いずれにせよ、新株予約権付社債の決議事項について、改正法は、かなり大きな混乱の要因を作り出してしまったのではないかと懸念がある。立法論的には、三四一条ノ三第二項の文言を修正したほうがよいように思われる。

3 ワラントの額および社債の償還・消却  
に関する規制の撤廃

従来、各新株引受権付社債に付される新株引受権の行使の結果発行する株式の発行価額の総額は、各社債の金額を超えてはならないとされ(改正前三四一条ノ八第三項)、また分離型新株引受権付社債の発行については、定款に規程がある場合であっても、株主総会の特別決議が必要であるとされ(改正前三四一条ノ八第四項本文)、ただし、未行使の新株引受権に係る株式の発行価額の総額が現に存する新株引受権付社債の総額を超えないときに限り償還および消却をするという条件を付けた新株引受権付社債であれば取締役会決議で発行できるとされていた(改正

前三四一条ノ八第四項ただし書。これらの規制は、今回の改正によつて撤廃された。

従来の規制は、商法はオプシヨンの発行を一般的には容認していないところ、新株引受権付社債はオプシヨンの一種であるから、古くから認められている転換社債のアナロジーがきく範囲で認めようという趣旨だと説明されてきた(注五六)。しかし、そもそもオプシヨンの発行は原則として認めないという一般原則が改正法によつて放棄された以上、こういった規制はその前提を失うことになるわけであり、その撤廃は当然であるといえる。

## 八 むすび

オプシオン制度の合理化は、わが国の商法にとつても重要な課題である。改正法が従来の経済的に合理的な説明のつかない禁止・制限を撤廃したのは妥当であるし、ストック・オプシヨンの場合をも含めたオプシオン発行の包括的なルールを定めようとしたこともそれ自体としては適切だと思われる。他方、抜本的な改正であるにもかかわらず、依然オプシヨンの経済的価値と構造を正当に評価し取り込んだものといえるかどうかについて若干危惧を抱かざるを得ない解説がなされていることは、有利発行規制に關連して述べたとおりである。また、転換社債の取扱いのように、実務に意図せざる混乱をも

たらしかねない部分もある。しかし、仮に若干の不備があつたとしても、それはそれとして、できる限り合理的な利害調整が可能な解釈・運用を一日でも早く確立し定着させるように努めるようにしなくてはならない(注五七)。新株予約権制度の運用に際しては、市場関係者や法律家の叡智と良心に期待したい。

(注三五) 前田・前掲(注二七) 六八一―六九頁。

(注三六) 二八〇条ノ二〇第四項が、新株予約権の発行価額を新株発行価額に算入することとしたのは、オプシヨンの対価を資本取引扱いすることを明確にすることが一つの目的だと思われる(現行の実務については、後掲(注五〇)参照)。改正法の整理は形式論理としては確かに整合性があるが、資本充実の原則から財産出資であることが要求される範囲と会計上の資本取引の範囲は常に一致しなくてはならないのかも決して自明ではないようにも思われ、資本制度の抜本的な見直しの一環として検討されるべき必要がありそうである。

(注三七) 前述のA説からすれば、新株予約権の行使価額が十分高ければ無償発行であつても有利発行にならないケースも理論的にはあり得るが、ストック・オプシヨンの場合、経済的にはあくまで職務遂行の対価として与えられているのであろうから、たとえA説の立場を前提とするとしても、職務遂行の価値を発行価額に算入しないという前提だと、やはりその分有利発行になるといわざるを得ないと思われる。

(注三八) 従来から自己株式方式・新株引受権方

式いずれの方式による場合も特別決議を要求すべきだとしてきた立場からは、今回の改正は妥当なものとの評価もある(前田・前掲(注二七) 六九頁)。しかし、ストック・オプシオン制度は株主総会の普通決議によるという方向で揃えるべきであるという意見も有力であり(たとえば、森本滋「議員立法による商法改正」林良平先生献呈論文集刊行委員会編・現代における物権法と債権法の交錯(有斐閣、一九九八年) 三九九頁)、中間試案は基本的に後者の考え方によつていた(第五の十)。

ただ、今回特別決議を要求する趣旨は、改正前二八〇条ノ一九の場合とは意味合いが異なることに注意しなくてはならない。すなわち、従来はそもそもオプシヨンの発行それ自体を有利発行と目する発想が強かつたため、ストック・オプシオンについてはその例外として「正当な理由」がある場合にのみ認めるとともに、有利発行規制と同様の規律をすることが当然視された。これに対して、改正法は、オプシヨンの発行それ自体は発行の対価さえ正当であれば問題はないとの前提に基づき原則的に解禁したため、この点はそう自明ではなくなつたはずである。特別決議が要求されることの理由は、本文で述べたように、新株予約権の発行価額も新株の払込価額とみなしたことから、職務遂行をもつて新株予約権の発行価額の払込みと扱うことができなくなつたという、かなり技術的な点に求めざるを得ない。

(注三九) 擬似ストック・オプシオンについては、商事法務研究会編・ストック・オプシヨンの実

務〔新訂版〕(商事法務研究会、二〇〇〇年) 三〇三頁以下参照。

(注四〇) 棚下・前掲(注七) 六七頁参照。

(注四一) 「正当な理由」とは、ストック・オプション制度の趣旨からは、付与対象者に発行会社の株価を上昇させようとするインセンティブを与えることだと考えられるが、このことから新株予約権(改正前の用語法では新株引受権)の行使価額は決議当時の株式の時価を下り得ないとする見解がある(前田庸・会社法入門〔第七版〕(有斐閣、二〇〇〇年) 四九九頁)。しかし、たとえ行使価額が決議当時の時価を下回っていたとしても、引受権の譲渡が禁止されており、かつ行使期間が将来に設定されている限り、賦与対象者は発行会社の株価を上昇させるインセンティブを有するはずであり、あえてこういう制限を課す理由は理解しがたい。

(注四二) 新株予約権が証券化されていない場合には、会社が自ら発行した新株予約権を取得すると混同(民法五二〇条)により消滅すると解すべきであろうか。

(注四三) 平成一三年通常国会による改正前は、自己株式取得が原則的に禁止されていたため、会社が自らの発行したワラントを行使することが許されないことは異論がなかった。しかし同改正後は、自己株式取得そのものは許容し、ただ自己株式の「買受け」の場合には二一〇条の手続によらなくてはならないとされたために、形式論だけいえば、会社が自らに対する新株予約権を行使することも「買受け」によらない自己株式取得として許容されるという解釈も不可

能ではなくなった。しかし、実質的には二一〇条の自己株式買受規制の潜脱になるという理由で禁止されると解すべきであろう。

(注四四) 前田・前掲(注二七) 七七頁。

(注四五) 前田・前掲(注二七) 七七頁。

(注四六) さまざまな企業再編の局面におけるオプション所持人の権利についての帰趣とあるべき調整については、藤瀬裕司「株式のコル・オブションと企業再編(1)(2)(3)」金融法務事情一六一七号二五頁、一六一八号六七頁、一六一九号四〇頁(二〇〇一年) 参照。

(注四七) 前田・前掲(注二七) 七六一七七頁。

従来から、ワラントに関する義務は当然には合併の存続会社・新設会社に承継はされないが、合併契約で承継する旨の約定をすることは妨げられないと理解されてきた。山下・前掲(注二二) 三九〇頁等参照。会社分割の場合も同様であらう。

(注四八) 鴻・前掲(注一〇) 三四一条ノ二注釈

一九等。解釈論として転換権の承継を認める見解として、新版注釈会社法(1)(有斐閣、一九九六年) 一〇三条注釈一三(今井宏執筆)、中東正文・企業結合・企業統治・企業金融(信山社、一九九九年) 二七七頁。

(注四九) 前田・前掲(注二七) 七五頁。

(注五〇) 日本公認会計士協会・会計制度委員会「新株引受権付社債の発行体における会計処理及び表示(一九九四年二月二二日)」(本誌一三五〇号二八頁) は、新株引受権付社債については、次のような処理をすべきであるとす。まず、新株引受権付社債の発行の際に、発行体の

受け取った金額のうち社債の対価と引受権の対価とを区分する。この場合、社債の対価の部分は社債額面より相当低いことになるが、それは割引発行とみることができるので、その額を社債発行差金に計上する。そして、引受権の対価の部分については、「新株引受権」等の適当な科目名を付して、流動負債に計上する(その性格からは、資本取引とみて資本剰余金と扱うのが筋かもしれないが、わが国の商法の解釈上は株式の未発行の場合には資本準備金を計上するのは困難であり、流動負債と扱うこととした)。

(注五一) 関谷理記「徳山一晃「種類株式と新株

予約権付社債による資金調達」企業会計五四巻二号三五頁、三九頁(二〇〇二年)、竹中清明「改正商法を経営にどう生かすか——新ストック・オブション・議決権制限株式・株主総会等のIT化——」取締役の法務九三号八頁、一六頁(二〇〇一年) は、こういう読み方をしているようである。

(注五二) 関谷「徳山・前掲(注五一) 三三三九頁。区分処理をとると、発行体は社債発行差金を計上し、これを償還までの期間内に償却しなければならず、その償却損の分配当可能利益が減少する。また、社債発行差金相当額は、(引受権の行使がなされなかった場合を除く) 資本準備金に算入されるわけで、この場合にも配

当財源が減ることになる。要するに、区分法による発行企業の配当可能利益が圧迫されることとなるのである。区分処理がとられるようになった一九九四年以降、日本企業による外貨建ワラント債の発行が激減し、区分処理が不要な転換社債へのシフトが生じたといわれている〔一九九五年版増資白書〕本誌一九九三年五—五五頁（一九九五年）参照。

ただ、そもそも決議事項と会計処理のあり方が必ず一致しなくてはならないかどうか、実は自明ではなく、三四一条ノ三第一項七号、八号の定めのある場合には、区分処理をしない会計処理が許されるということも可能であると解釈も、あり得ないではない。

〔注五三〕 前述の例でいうと、第二号の決議として二〇の額について行い、第一号の決議については一〇〇—二〇〇〇〇について行う。ただし、この場合に社債の額面（償還額）は一〇〇として発行する（三四一条ノ三第一項七号、八号の決議はしないので、三四一条ノ三第二項の規制は及ばないから、こういう取り決めもできる）。

〔注五四〕 前田・前掲（注二七）七五頁は、A説に沿って、新株予約権部分だけについて、予想平均株価×行使価額+新株予約権の発行価額であればよいとする。

〔注五五〕 鴻・前掲（注一〇）注釈三〇、山下・前掲（注二二）三八五頁。

〔注五六〕 ただし、ここでは立ち入らないがこの規定の性格づけについては、政策的な制約か内在的制約かといった理解の違いがあり、このことと関連して、三四一条ノ八第四項ただし書の

規制が、発行後にも及ぶのかということが議論されてきた。こういった点の詳細については、竹内・前掲（注三）二七二頁以下、稲葉・前掲

〔注三〕 四一一頁参照。

〔注五七〕 まちがっても、条文や答弁の片言隻語を奇貨として、「将来の株価の予想は困難であるから、行使価額を発行時の時価より高く設定しておけば特別の事情のない限り、特に有利な内容の新株予約権を付したということにはならない」等といった、かつての解釈・慣行の復活・定着をもくろむようなことがあってはならない。

## 〔付記〕

脱稿後、日本証券業協会・転換社債に関するワーキング・グループ「商法改正に伴う転換社債の取扱いについて」（平成一四年二月二八日）に接した。同報告書によると、①従来の転換社債は、発行時の決議事項として新株予約権の発行価額を無償として発行するものとし、②その場合も行使条件等の設定によつては有利発行とはならない場合があり得ると整理する（同報告書六頁参照）。本稿の七二で述べた整理でいえば、③の考え方によるものということになる（ただし、従来のワラント債について、同様の議論が可能かどうかについては明示的には述べていない）。なお、②の「行使条件等の設定によつては」有利発行とはならない場合があり得るという表現は、有利発行について述べたA説（行使価額が行使期間における合理的な予想株価以上であれば無償発行であっても有利発行にはならないという考え方）を思わせる面もあるが、報告書によると、「当初の行使価額の水準に加え、将来の行使価額の修正

条件、社債の年率・利率（普通社債との格差）、行使可能期間等を勘案」するとしており、社債の利率をも考慮する考え方のようである。

ただ、本文でも述べたように、改正法が、オプションの価値をきちんと評価させ、その対価の公正さを問題としようとするものだと思えば（本稿〔四〕4（本誌一六二二—二二頁）参照）、無償発行という形態をとった上で条件を総合判断することでも有利発行か否かを決めるといふやり方に違和感が残ることは否めない。たとえば、このような総合判断を前提とする場合、公告に際して開示される「無償にて新株予約権を発行する場合にはその理由」（三四一条ノ一五第三項で準用する二八〇条ノ二三）としては、一体どういう情報を提供することになるのだろうか。こういう整理の仕方を前提とすると、ブラック・シヨールズ・モデル等に基づくオプション評価の情報を開示させようとする改正法の趣旨に沿った開示（本稿〔三〕2（本誌一六二二—一九頁）、四4（同二二頁）参照）がなされる期待は薄いと思われる（なお、同報告書四頁参照）。

仮に改正法の解釈として前記のような考え方によるものがやむを得ないとしても、いつまでもこのような解釈で対処することは望ましくなく、立法論的な手当てがなされることを望みたい。

（ふじた・ともたか）