

# オプシヨンの発行と会社法

——新株予約権制度の創設とその問題点——

東京大学助教授 藤田 友敬

## はじめに

平成十三年一月に成立した「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。これは会社法に、いわゆるオプシヨ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」(平成十三年四月一八日・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 hands 統に

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・オプシヨンの制度(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。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

に対してこれ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(二八〇条ノ一九第一項)。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(オプシヨン)の発行は、従来は、ストック・オプシヨンとして取締役・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て発行する場合(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、今後はオプシヨ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、オプシヨ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ヨ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、オプシヨ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、オプシヨ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、オプシヨンの発行を一般的に容認する改正法は、発行されるオプシヨ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る(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、改正法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を行ったにとどまるものではなく、オプションの発行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(二)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及数(一)号、複数の新株予約権に分割して発行する場合の発行する新株予約権の総数(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、新株予約権の譲渡制限(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(一三)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(二)第二項(一)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)とは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不十分であろう。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きは、オプション評価モデルによりオプション価値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か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(平成一四年改正で同条四項)、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ってい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とは別とすると、問題がない。厄介な解釈問題をもたらす可能性がない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の判例である(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のルールの考え方が、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な・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ことには抵抗もある。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(注九)。いずれにせよ、条文上は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っても、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規定は準用されていない。その結果、違法な新株予約権の発行がなされた場合については、一般原則どおりは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等を利用してオプションの発行時点におけるオプションの価値を計算し、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(オプションの価値に比較し、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、厳密には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ざるを得ないとするもの(いわばA説ともいうべきもの)であったように思われる(注一一)。もっとも、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ら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す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、それを基準に新株予約権の発行価額を決めることとなるわけであるが、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な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。

【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%

## 2 株価予測か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

内容することになる(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説だと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、オプション評価モデル等を用い新株予約権の価値を計算し(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——利益移転は防げる。もとよりオプション評価モデルによる理論値の計算にとりわ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 わが国の過去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。いわゆるパブル期に、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るが、商法の解釈論としてオ

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値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り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るが、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)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、同様にもつ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「合理的な予想価値」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(  $(14 \times 0.05) + (13 \times 0.1) + (12 \times 0.15) + (11 \times 0.2) + (9 \times 0.2) + (8 \times 0.15) + (7 \times$

オプションの対価としての公正さという観点があるところになってきたこともその一助となつていた可能性は否定できない(注二二)。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、有利発行規制によっ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「公正なる価値」でなくてはならない(第五の三)」としていたが、発行時点でも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

$(11) + (9) \times 0.05 = 10$ 。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よりよいことになる。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行使価額より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を負わないため(新株予約権を行使しな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値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

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。立法関係者からA説に従った説明(注二八)がなされる一方で、同じ立法関係者によっ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、立法関係者は、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(前述一および注一〇・注一一参照)——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(注三一)。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——立法関係者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ければならぬことになる。

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、——表面的には立法関係者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る(注三二)。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

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ろうから、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「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実現した(平成一四年五月改正後の商法二六九条一項三号、同条二項参照)。

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、取締役の責任が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、既存株主に対する責任を発生させることとなる(注三四)。

## 五 スtock・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、形式的にみれば限り、職務遂行をもつて新株予約権の対価と

## 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、二八〇条ノ三二)。

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、二二〇条の脱法として許されないと解すべきである(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、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)。

もつとも、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(この点は後述六二参照)。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、平成一四年五月の改正によりストック・オプションが報酬規制の範囲に含まれることとなったため(二六九条一項三号)そちらの規制に服することになる)。

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」(三五一)条一項二号、三六四三条(二五)を決議することになる。(二)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(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。もっ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つ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た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動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

## 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(一)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、特にオプションの部分について「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ョンの対価の支払いに充てるといふ仕組みをとってきた。そこで、これらは改正法上どのよ

### (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、仮にオプション部分の評価額が一〇〇であるとすれば、社

場があれば時価)との比率で調整するというところ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る。

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つ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)。改正法は、そもそも契約書あるいは株主総会決議の記載によつて承継させることができるかどうかが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

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、二、三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。

もっとも、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を償還に代えて新株予約権の行使価額の払込みがあっ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。したがって、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

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はあつた(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)。

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)＝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)となってしまう。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った投資商品となってしまう。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る)。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粋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と、「投資家が払い込んだ額＝償還価額＝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償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＝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ョ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。本書八九頁)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この疑問が生じる。この点、新株予約権の有利発行の箇所(本書八九頁)で説明したA説をとれば、無償発行であっても行使価額が「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(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た述べた。

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が実質的・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」(改正前三四一条ノ三第三項)、「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の準用。公告等の内容も、新株予約権部分についてのみなされる。三四一条ノ一五第三項(平成十四年改正で同条四項)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、これまで会計上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この疑問もある(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、またオプショ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すべきだと思われる。

### 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、定款に規定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、改正法では撤廃された。

従来規制は、商法はオプショ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ョ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、そもそもオプショ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って放棄された以上、こういう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

オプション制度の合理化は、わが国の商法にとっ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・オプションの場合をも含めたオプション発行の包括的な

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、依然オプショ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、有利発行規制に関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会社法の教科書類にみられる「転換権あるいは新株引受権が甘味料(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、——誤りとはいわぬまでも——、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、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こともあるが、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、メリットとデメリットが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、いわゆる負債のエンジェンシー・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. Hagen 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)) あるいは投資家の選好に対する対応(Jeremy C. Stein, Convertible Bonds as Backdoor Equity Financing, 32 Journal of Financial Economics 3 (1992)) 等である。また、わが国におけるオプションの発行実務がどういったものかを説明できるか、行動しているか否かといった別問題である(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」―本書五八頁、六六頁。

(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、オプション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)二二三頁以下。

(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』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、オプション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というわけである(後述七三参照)。

(注五) これに対しては、新株予約権の発行価額を公告されれば、オプション評価モデルから株式のボラティリティその他の数値が逆算できるので、あえてこういったデータを開示させる必要はないという意見もあるかもしれない。しかし、現実に新株予約権の価値を算出するには、いわゆるブラック・ショールズ式等そのまま

用いるわけにはいかず(後述(注一八)参照)、さまざまな修正を加えなくてはならないことを考慮すると、発行価額を明示されれば新株予約権の価値の算定に用いた各種のデータが逆算できるというのは、やや楽観的すぎるように思われる。

なお、有利発行か否かを、行使期間の平均株価の予想値を発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・二五判例時報一三二七号二八頁、主要目的が支配権維持であるとは認めなかった例として、東京地決平成元・九・五判例時報一三三三三号四八頁、大阪地決昭和六二・一・一八判例時報二二九〇号一四四頁、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」(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三二頁(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? (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

(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』二〇二頁、一〇七頁(一九八一年)等。

(注一) この点をもっとも明確に述べた記述を引用しておこう。「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ないことになる。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るのは、社債の発行後の株価の値上りを予測したものであるという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ったとしても、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7・企業(岩波書店、一九八三年)一七一頁、一九五頁〕。

(注二) 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。

(注四) ハル・前掲書(注三)第七章参照。

(注五) このような将来の株価の確率分布が予想できるはずがないという批判があるかもしれない。しかし、以下の論旨は新株予約権行使時の予測株価が、一定の確率で予想値の平均の上下に分布しているという状況さえ満たされていれば成り立つことに留意されたい。

(注六) 投資家がリスク中立的という仮定のもので議論である。もっとも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、当然にり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、行使価額を高めを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

国会による商法改正について」『商事法務一六一七号七四頁、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ジャーナル五五九号六六頁、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・二五判例時報一三二七号二八頁、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」『商事法務一三九八号二二頁(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(四)(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、

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りにはない。

(注一八) 厳密には、新株予約権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。従来発行されていた転換社債・新株引受権付社債(改正法下はいずれも新株引受権付社債となる)に含まれている新株予約権についてはさらに複雑な要素がある。たとえば、転換社債に繰上償還条項が付せられていれば、その行使によって新株予約権が消滅させられるため、その分新株予約権の価値は下がる。また、新株予約権に行使価額の見直し条項(いわゆる下方修正条項)が付せられている場合には、新株予約権の価値はその分高くなる。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・モデルその他のオプション評価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る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くにないであろう。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るれば、オプション評価モデルの信頼性の問題ではないといつ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」(同書一〇五頁)。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」商事法務一四八号一八頁(一九八八年七)参照。またオプション評価モデルを用いた厳密な実証研究として、大塚文伸「小田信之」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。  
(注二一) 江頭憲治郎「ストック・オプションのコスト」竹内昭夫先生追悼論文集「商事法の展望」新しい企業法を求めて(一)(商事法務研究会、一九九八年)一七五頁。なお、たとえ有利発行規制が不十分であっても、経営者が既存株主の利益を忠実に守ろうとすれば、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。こういう形で既存株主からオプション所持者に利益移転を行うことには、いかなる人間がいかなる利益を有していたのか、現実にとどういう動機でオプション系の証券が売り出されたのかという点は、——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(注二一)、鴻・前掲(注一〇)、高島・前掲(注一〇)等。山下友信「新株引受権付社債」竹内昭夫編「特別講義商法」(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「新株引受権付社債が提起した問題」民商八六巻一〇二頁、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」というものが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、いわゆるオプション評価モデル……で算定された

ものということにな」とする。  
(注二五) 藤田友敬「中間試案の解説」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(注二一)七〇頁によると「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いえる。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ョ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(＝オプション・プレミアム)の公正さに還元されるから、ことさらに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」株式制度の見直し・会社関係書類(電子化等)「本書七一頁(二〇〇一年)は、改正法の要綱案について、「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関係者の説明も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とは、何れか行われているが、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対価がございませぬ。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ぬ。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ございませぬ」(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://kakkai.nsl.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、そういうふうには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、予測値であるわけございませぬ。それで、これをどういうふうに出すかということございませぬけれども、これは、例えば市場価格がある株式を典型例でちょっと取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せぬけれども、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せぬ、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

めるというい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ございませぬけれども、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ございませぬ」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・ショールズ・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せぬけれども、これで算定をいたしまして開示をいたしていくという実務で現に行われているということございませぬ」(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・ショールズ・モデルを用いたオプション評価を行うという意識を持っていたことは疑いがなさそうである。もっとも、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・ショールズ・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・ショールズ・モデルは、前掲(注二九)に引用した立法関係者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、オプ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プ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・ショールズ・モデルそのものの説明をする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・ショールズ・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・ショールズ・モデルの助けを借りようとするなら、——それは現在のオプ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、オプ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関係者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.mof.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もみ

るというふうな議論がなされてきたようにもみ



える。

(注三三) いささかくといかもしれないが、ブック・ジョーリス・モデル等のオプ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、エンフォースメントに関しては、二六条、三三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、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、安い値段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」)「商事法務一六一五号一五頁注四五(二〇〇一年)参照」。

(注三五) 前田・前掲(注二七)七二―七三頁。  
(注三六) 二八〇条ノ二第四項が、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、オプションの対価を資本取引扱ひ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てはならないのかという点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っても有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」の場合には二〇〇条の手続によらなくてはならないとされたために、形式論だけならば、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可能ではなくなった。しかし、実質的には二〇〇条の自己株式買受規制の潜脱になるとする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)八〇頁。  
(注四五) 前田・前掲(注二七)八〇頁。  
(注四六) さま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趨とあるべき調整については、藤瀬裕司「株式のコール・オプションと企業再編」(1)(2)(3)「金融法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)七九―八〇頁。  
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ろう。

(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(一)(有斐閣、一九八六年)一〇三注釈一三(今井宏執筆)、中東正文・企業結合・企業統治・企業金融(信山社、

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・オプションの場合、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。

(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)七二頁)。しかし、ストック・オプショ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っていた(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ョンの発行を自己を有利発行と目する発想が強かったため、ストック・オプショ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、オプションの発行を自己を有利発行の対価と見做す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、この点ではやはり特別決議の論拠たりえ

一九九九年)二七七頁。  
(注四九) 前田・前掲(注二七)七八頁。  
(注五〇) 日本公認会計士協会・会計制度委員会「新株引受権付株式の発行体における会計処理及び表示(一九九四年二月二三日)」(商事法務一三五〇号二八頁)は、従来新株引受権付株式については、次のような処理をすべきであるとしてきた。まず、新株引受権付株式の発行の際に、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対的に低いことになるが、それは割引発行とみなす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)。将来、引受権が行使された場合には、「新株引受権」を資本準備金に振り替える。行使期間の満了時点で行使されなかった場合には、「新株引受権」を「新株引受権戻入金」等の適当な名称を付して、特別利益として計上する。

(注五一) 関谷理記「徳山一見」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)、竹中孔明「改正商法を經營にどう生かすか」新ストック・オプション・議決権制限株式・株主総会等のIT化」(一)取締役の法務九三三頁、一六

ないはずである。特別決議が要求されること理由は、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、職務遂行をもって新株予約権の発行価額の対価と扱うことができなくなったという、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・オプションについては、商事法務研究会編・ストック・オプションの実務(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) 榎下・前掲(注二七)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った(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、

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、区分法によると発行企業の配当可能利益が圧迫されることになるのである。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)「商事法務一三三三号五四―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の解釈も、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二〇〇の額について行い、第一号の決議については二〇〇―二〇〇八〇について行う。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)七八頁は、A説

に沿って、新株予約権部分だけについて、予想平均株価に行使価額+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。

(注五七) 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。このような点の詳細については、竹内・前掲(注三三)二七二頁以下、稲葉・前掲(注三三)四二頁参照。

(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っ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って」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、社債の年利・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すれば(本稿四四(本書九一頁)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有利発行か否かを決めるという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三三)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、オプション価値の算定に関する情報を開示させようとする改正法の趣旨に沿った開示(本稿三二(本書八八頁)、四四(同書九一頁)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)。

改正法の解釈として前記のような考え方によること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が望まれる。

(ふじた・ともたか)

旬刊商事法務一六二二・一六二三号  
二〇〇二年三月五日、一五日