

新株予約権の改正点の意義と問題点

山崎 圭

目次

- 第一章 はじめに
- 第二章 新株引受権付社債制度
- 第三章 ストック・オプション制度
- 第四章 新株予約権制度に関する改正点とその評価
 - 一 新株予約権制度の創設
 - 二 従来の規定の整理
 - 三 従来の規定の拡充
 - (一) 新株予約権の利用方法
 - (二) ストック・オプション制度の改正点
- 第五章 新株予約権制度の問題点
 - 一 取締役会が有する新株予約権の発行権限の適正化

- ニ ストック・オプション付与者の氏名の公開
 - 三 資金調達目的での新株予約権の単独発行
 - 四 自己新株予約権
 - 五 ストック・オプションの付与対象者の限界
 - 六 企業結合・分割における新株予約権者の保護
- 第六章 おわりに

第一章 はじめに

平成一三年度の秋の臨時国会において、新株予約権制度などを設けるための法律が平成一三年一月二一日に成立した⁽¹⁾。施行は、平成一四年四月一日である（附則一条）。

改正商法二八〇条ノ一九第一項によれば、新株予約権とは、「之ヲ有スル者（以下新株予約権者ト称ス）ガ会社ニ対シ之ヲ行使シタルトキニ会社ガ新株予約権者ニ対シ新株ヲ発行シ又ハ之ニ代ヘテ会社ノ有スル自己ノ株式ヲ移転スル義務ヲ負フモノヲ謂フ」とされている。要するに、新株予約権とは、会社が発行する株式をあらかじめ決められた価格で取得できる権利のことである⁽²⁾。

従来、この新株予約権にあたるような権利は、①ストック・オプションとして取締役等に与えられる新株引受権、および、②新株引受権付社債として与えられる新株引受権の形で存在していた。これに対して、今回の改正は、こ

これらの制度を含めて、現行商法の規定を整理している。すなわち、新株予約権の発行について一般規定を設けるとともに、新株引受権付社債（新株予約権付社債）は、社債と新株予約権を同時に発行するものと構成して従来の規定を整備した。また、ストック・オプションについては、新株予約権を無償で発行する場合と位置付け、特別な規定を置いていない。

今回創設された新株予約権制度は、改正前の新株引受権付社債制度、および、ストック・オプション制度を基礎としていると考えられる。そこで、本稿では、まず、改正前の新株引受権付社債制度、および、ストック・オプション制度について明らかにする。そのうえで、新株予約権制度の改正点を説明し、最後に、新株予約権制度の問題点について検討を加えていくことにする。

注

- (1) 日本経済新聞（二〇〇一年一月二一日付、夕刊）一面。
- (2) 日本経済新聞（二〇〇一年八月二三日付、朝刊）一面。

第二章 新株引受権付社債制度

(一) 新株引受権付社債とは、社債権者に社債発行会社の新株の引受権が付与された社債であつて、社債権者が、所定の期間（新株引受権行使期間）内に、所定の条件（新株引受権行使の条件）で、すなわち、その新株引受権に

基づき、所定の価額で、所定の数または価額の新株の発行を社債発行会社に請求することができるものをいう。⁽³⁾

(二) 新株引受権付社債制度は、昭和五六年改正(昭和五六年法律第七四号)によって、制度化された。このような制度が導入された契機は、当時、長期外貨建金銭債権の為替リスクヘッジの問題があつたことにある。すなわち、多額かつ長期の外貨建債権を有する企業は、為替変動による損害を避けるため、それに見合う額と期間の外貨建債務を負担しておこうとする。この際、外貨建債務の金利をできるだけ安くかつ安定的なものとするため、企業は、外貨建社債を発行しようとする。この点、金利をさらに安くするためには、転換社債(改正前商法三四一条ノ二以下)の利用が考えられる。しかしながら、転換社債では、社債権者が転換権を行使すると社債が株式に変わってしまうので、為替リスクをヘッジするという目的を達成することはできない。そこで、転換社債と同様に、社債の利息を安くする効果を期待でき、かつ、新株引受権を行使しても社債自体は残る新株引受権付社債を制度化したのである。⁽⁴⁾

(三) 新株引受権付社債には、一枚の社債券に社債権と新株引受権とを表章し、これらを別々に譲渡できない「非分離型」と、社債権と新株引受権とを別々にして社債券と新株引受証券とに表章し、これを別々に譲渡することを認める「分離型」の二つの類型がある(改正前商法三四一条ノ八第二項五号)。

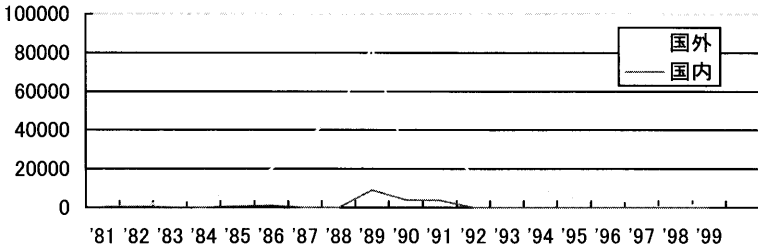
分離型の新株引受権付社債については、その流通形態は、三つのものがありうる。第一は、新株引受権と社債権とがセットになっているもので、カムワラント(cum-warrant)と呼ばれるものである。第二は、新株引受権付社債のうち社債権部分を表章するもので、エクスワラント(ex-warrant)と呼ばれるものである。これは、ポスカス債とも呼ばれる。第三は、新株引受権付社債の新株引受権部分を表章する新株引受権証券である。ワラント証券と呼ばれている。⁽⁶⁾

(四) 新株引受権付社債制度のメリットとしては、まず、投資家の観点から言えば、通常の社債と異なり、新株引受権を行使することにより、社債権者も株価の値上がり利益を享受することができるという点があげられる。すなわち、新株引受権が行使されると、会社は、当然に、新株発行をしなければならないことになる。その際の新株発行価格は、社債発行時に固定されているので、その価格よりも株価が上昇している場合には、社債権者は、上昇した株価と発行価格との差額のキャピタル・ゲインを取得することができる。とくに、新株引受権自体が、直接、株式に投資する以上に、ハイ・リターンを望むことができる点で、投資家にとっては、魅力的な金融商品となつて⁽⁸⁾いる。もつとも、新株引受権は、ハイ・リターンな金融商品である反面、株価が行使期間を過ぎても、行使価格を上回らない時には、単なる紙クズとなつてしまう点で、ハイ・リスクな金融商品でもある。

他方、新株引受権付社債の制度は、社債発行会社にとつてもメリットがある制度である。すなわち、新株引受権は、社債権者にハイ・リターンをもたらす可能性があるため、新株引受権自体が、いわば甘味剤となり、社債発行会社にとつては、普通社債の利率よりも低い利率での社債発行が可能になる。このことは、たとえば、次のような新株引受権付社債の利用からも、うかがい知ることができる。すなわち、一〇〇万円の社債券に付けられた新株引受権証券は、最初から切り離されて二〇万円で販売され、新株引受権のない一〇〇万円の社債券は八〇万円で売られるとする。そうすると、この新株引受権付社債の期限八年の場合、利率を一・五%としても、社債部分の最終利回りは五%となるため、利率が一・五%という低率であっても、投資家が引き受けてくれる。⁽¹¹⁾そのため、社債発行会社は、この新株引受権付社債制度によつて、社債の低利率発行が可能になっているのである。⁽¹²⁾

(五) 一九九九年における国内の新株引受権付社債の発行状況は、三四銘柄六七二億円であった。これは、前年度に比べ、銘柄数で二倍、発行額で四・二倍の増加であった。また、第三者割当方式による一銘柄の発行を除い

ワラント債の発行状況



	国内	国外		国内	国外
1981年	200	443	1991年	3,815	37,053
1982年	470	658	1992年	0	16,502
1983年	170	3,231	1993年	0	18,202
1984年	30	4,336	1994年	0	8,874
1985年	550	8,662	1995年	0	4,928
1986年	1,040	19,932	1996年	0	6,467
1987年	0	34,390	1997年	0	629
1988年	0	49,821	1998年	0	0
1989年	9,150	82,698	1999年	0	2,169
1990年	3,950	26,245			

単位：億円
公社債年鑑より

ては、報酬型新株引受権付社債の発行であった。⁽³⁾
 なお、上記のグラフおよび表は、資金調達目的での新株引受権付社債の発行状況をグラフにしたものである。⁽⁴⁾

注

- (3) 鴻常夫『新版 注釈会社法（二） 社債（二）』（有斐閣、一九八八年）二二七頁。
- (4) 鈴木竹雄『新版会社法 全訂第五版』（弘文堂、一九九四年）三二六頁、鴻・前掲注
- (5) 一三四頁、竹中正明『基本法コンメンタール第七版／会社法二』別冊コンメンタール一七一号（日本評論社、二〇〇一年）二五〇頁。
- (5) ポンカスというのは、麻雀でポンされて上がり目がないことから来ている（瀬戸川明『ワラント投資入門』（日本経済新聞社、

- 一九九〇年）一四頁）。
- (6) 森田章「新株引受権証券と投資者保護」同志社法学四五卷一・二号一六九頁（一九九三年）、新保恵志『転換社債・ワラント債入門』（東洋経済新報社、一九九二年）八一頁、瀬戸川・前掲注(5)一四頁。
- (7) 竹中・前掲注(4)二五〇頁。
- (8) たとえば、株価一二〇円、行使価格一〇〇円、ワラント価格二〇円（プレミアム分を考慮せず）のワラントが発行されたとする。この場合、株式を一株買うには一二〇円必要だが、ワラントだと二〇円で済むことになる。その後、株価が一二〇円から一四〇円まで上昇したとする。そうすると、ワラントの価格も、二〇円から四〇円となる。この際の株式とワラントの値上り率を比較してみると、株式の方は一六・六％であるのに対して、ワラントの方は一〇〇％となる。このようにワラントの上昇率は、株式の上昇率の約六倍となる。この上昇率の比率のことをギアリング・レシオという。また、株価の上昇率に比べワラント価格の上昇率が高くなることをギアリング効果という（杉村富生『最新版 入門の入門 株の仕組み』（日本実業出版社、一九九四年）一五八頁）。ちなみに、この事例で、二二〇万円で株式を購入した人は、二〇万円しか儲けることができ、ないのに対して、その一二〇万円でワラントを購入すれば、株式の六倍の一二〇万円を儲けることができる。
- (9) たとえば、一九九一年四月発行のサッポロビール債一回債を見ると、期限八年、利率四・二％で、同月発行された電力債の六・九％（利回り六・九三％前後）や転換社債の四・七〜八％に比して低いが、社債部分の発行価額は八〇・九円、ワラント部分の発行価額は一九・一円であった。この発行価額による社債部分の最終利回りは八・一四％となるので、社債投資しようという投資家にはかなり魅力的な金融商品である（後藤猛『転換社債 ワラント債の基礎知識』（東洋経済新報社、一九九六年）一七六頁）。
- (10) 最終利回りとは、流通市場で取引されている既発債を、時価で購入し、償還期限まで所有した場合の利回りをいう。債券投資で、単に利回りといえば、この最終利回りをさす。ちなみに、最終利回りの計算式は、次の通りである。

$$\frac{\text{表面利率} + \frac{\text{額面} - \text{買付年数}}{\text{残存年数}}}{\text{買付年数}} \times 100$$

(11) 後藤・前掲注(9)一七五頁。

(12) 竹中・前掲注(4)二五〇頁。

(13) 「増資白書」商事法務一五六号五頁(二〇〇〇年)。

(14) なお、一九九四年以降、新株引受権付社債の発行高が落ちてきているのは、次のような理由による。すなわち、デリバティブ等の拡大に伴い、簿外化する金融商品を適切に財務諸表へ反映させるべきとの要請が高まった。その一環として、一九九四年に金融商品の代表格である新株引受権付社債に関する会計制度の改正が行われた。この改正により、発行時において新株引受権のオプション価値を社債とは区分して負債計上するという「区分法」が強制されることとなり、従来適用されてきた社債と新株引受権の価値を分離せずに負債計上する「一括法」は、実質金利に相当するオプション価値の費用化が反映されず、期間損益を歪めてしまうとの観点から、その適用が認められないことになった。そのため、区分法が強制される新株引受権付社債は敬遠され、一括法が適用可能な転換社債が資金調達手段として選択されるようになった(関谷理記「徳山一見」種類株式と新株引受権付社債による資金調達」企業会計五四巻二号三五頁(二〇〇二年))。

第三章 ストック・オプション制度

(一) ストック・オプションとは、業績連動型インセンティブ報酬の一類型であり、一定の権利行使期間に予め定められた権利行使価格で所定の数の株式を会社から買い取ることのできる権利である。たとえば、権利付与時の時価一〇〇〇円の株式を一〇〇〇円で五万株取得することができるオプション保有者は、時価が二一〇〇円の時点で権利を行使して取得株式を転売することにより、五〇〇〇万円の利益を得ることができる。⁽¹⁵⁾

(二) ストック・オプション制度は、自民・社民・さきがけの与党三党と新進・民主・太陽の各党を加えた超党派の共同提案により、一九九七年四月三〇日に国会に提出され、同年五月一六日に成立した。⁽¹⁶⁾このようにストック・オプションの改正にあたっては、従来、採られてきた法制審議会の答申を基礎とすることなく、議員立法により改正がなされている。⁽¹⁷⁾

(三) ストック・オプション制度のメリットとしては、第一に、株式会社の取締役および使用人にストック・オプションを付与することにより、その取締役や使用人の意欲や士気を高める点があげられる。すなわち、取締役や使用人が、ストック・オプション制度で利益をあげるには、株価を上げる必要がある。その株価を上げるには、取締役や使用人は、会社の業績を上げる他ない。そのため、取締役・使用人は、業績向上に向けて、意欲や士気を高める。⁽¹⁸⁾

第二に、ストック・オプション制度は、優秀な人材を確保する有効な手段となる。すなわち、優秀な人材は、常に、ヘッド・ハンティングの危険に曝されている。そのため、会社側としては、そのような優秀な人材がヘッド・ハントされないように、高額報酬を支払う必要がある。しかしながら、特に、ベンチャー企業のような資金力の

乏しい会社においては、高額な金銭報酬を支払うことは難しい。そこで、会社のコストが、ほとんどかからないストック・オプションを付与して、その優秀な人材を会社に留めておくことが考えられる。通常、ストック・オプション契約においては、行使期間が定められ、しかも、途中で会社を退職した際には、ストック・オプションの権利を失うとされている（改正商法二八〇条ノ二〇第二項七号、二八〇条ノ三六第一項参照）。そのため、優秀な人材は、ストック・オプションを行使したければ、他社のヘッド・ハンティングに応ずることなく、自社の業績向上に協力し続けなくてはならなくなる。¹⁹⁾

第三に、ストック・オプションを取締役などに付与することにより、取締役などと、株主の利益が一致し、より株主重視の経営が行われることを期待できる。すなわち、取締役などがストック・オプションを通じて、利益をあげようとすれば、株価を上げざるを得ない。株価を上げるには、多くの投資家が、その会社の株式に魅力を感じるようにならなければならない。そのためには、会社は、投資家である株主を重視した経営をしなければならぬことになる。よって、ストック・オプション制度は、株主重視の経営につながる。²⁰⁾

(四) 今回の改正がなされる前は、ストック・オプションの行使に対して、会社が自己株式を与える方式には、自己株式をあらかじめ取得しておいて、それを権利者に譲渡する方式（自己株式方式）と、会社が新たに株式を発行する方式（新株引受権方式）とがあった。²¹⁾ 前者の方式（自己株式方式）による場合は、株主総会の普通決議で足りるとされていた（改正前商法二一〇条ノ二第二項）。これに対して、後者の方式（新株引受権方式）による場合は、株主総会の特別決議が必要とされていた（改正前商法二八〇条ノ一九第二項）。

(五) 二〇〇〇年度末までに、ストック・オプション導入の方針を発表した企業は、全上場企業の五社に一社にあたる七六六社に上っている。²²⁾

注

- (15) 森本滋「議員立法によるストック・オプション制度」商事法務一四五九号二頁（一九九七年）。
- (16) 北村雅史「ストック・オプション制度」ジュリスト一六一六号二五頁（一九九七年）、保岡興治「ストック・オプション制度等に係る商法改正の経緯と意義」商事法務一四五八号四頁（一九九七年）、森本・前掲注(15)二頁。
- (17) このように商法改正が法制審議会の答申を基礎とすることなく議員立法で行われたことについての問題点としては、「開かれた商法改正手続を求める商法学者声明」商事法務一四五七号七六頁（一九九七年）以下参照。
- (18) 伊藤壽英「ストック・オプション制度」法学セミナー五一六号（一九九七年）、小塚莊一郎「ストック・オプション制度の課題」法学教室二二〇号一四頁（一九九九年）、大和正史「基本法コンメンタール第七版／会社法」別冊コンメンタール一七〇号一九九頁（日本評論社、二〇〇一年）、楠純夫「新株予約権とストック・オプション」企業会計五四巻二号四八頁（二〇〇二年）、小林英明「新株予約権によるストック・オプション付与・資金調達」税務弘報五〇巻一号九〇頁（二〇〇二年）、上村達男「ストック・オプション制度の法的評価」企業会計四九巻九号（一九九七年）、北村・前掲注(16)二五頁、森本・前掲注(15)三頁、保岡・前掲注(16)四頁。
- (19) 森本・前掲注(15)三頁、北村・前掲注(16)二五頁、小塚・前掲注(18)一四頁、楠・前掲注(18)四八頁、小林英明・前掲注(18)九〇頁。
- (20) 飯屋広郷「インセンティブ報酬―ストック・オプションとエージェンシー・コスト―」法学教室二五七号九八頁（二〇〇二年）、森本・前掲注(15)三頁、北村・前掲注(16)二五頁、保岡・前掲注(16)四頁、楠・前掲注(18)四八頁。
- (21) 森本・前掲注(15)三頁、北村・前掲注(16)二六頁、保岡・前掲注(16)四頁、伊藤・前掲注(18)六〇頁、小塚・前掲注(18)一四頁、大和・前掲注(18)一九九頁。

(22) 日本経済新聞(二〇〇一年八月二三日付、朝刊)三面「きょうのことば」。

第四章 新株予約権制度に関する改正点とその評価

一 新株予約権制度の創設⁽²³⁾

前述のように改正前商法においては、会社が発行する株式を予め定めた価格で取得する権利である新株引受権は、①ストック・オプションとして取締役・使用人に与えられる場合(改正前商法二二〇条ノ二、二八〇条ノ一九)と、②新株引受権付社債として与えられる場合(改正前商法三四一条ノ八)にしか発行することができなかった。もともと、上記「新株引受権」という名称の権利は、③新株発行に際して、新株を優先的に引き受けることができるとして、新株を株主に与える場合(商法二八〇条ノ二第一項四号)にも用いられていた。そのため、今回の改正では、③の場合と区別するため、①、②の場合のような会社が発行する株式を予め定めた価格で取得する権利の名称を「新株予約権」としている。⁽²⁴⁾ その上で、今回の改正では、会社が、この「新株予約権」を①、②の場合に限らず、単独で発行できるようにしている(改正商法二八〇条ノ二第一項)。

なお、諸外国においても、このような新株予約権の単独発行が認められている。⁽²⁵⁾ 例えば、アメリカにおいては、州法の多くは、取締役会が、他の証券とともに、または、単独で、ワラントを発行し得る旨を定めている。⁽²⁶⁾ また、フランスでは、特別総会の決議に基づき、新株引受権証券を発行することが認められている。⁽²⁷⁾

二 従来の規定の整理

今回の改正では、「新株予約権」を単独発行しうるものとしたのに伴い、改正前商法中に散在する規定を整理している。

まず、改正法は、新株引受権付社債の性質を、社債と新株予約権とを同時に発行するものと位置付けた上で、改正前の新株引受権付社債の規定を整理した。すなわち、分離型の新株予約権付社債については、会社が社債と新株予約権とを同時に募集し、両者を同時に割り当てるものであるもので、社債の規定と新株予約権の規定が同時に適用されるものと位置付け、格別の規定は置かないものとした。これに対して、非分離型の新株予約権付社債については、新株予約権を分離して譲渡することができないものとして（改正商法三四一条ノ二第四項本文）、規定を整備した。²⁸⁾

次に、改正法は、転換社債の性質を、非分離型の新株予約権付社債の一種であって、新株予約権を行使するときには必ず社債が償還され、その償還額が新株予約権の行使に際して払い込むべき金額の払込みにあてられるものと位置付けた上で、改正前の転換社債の規定を整備した（改正商法三四一条ノ三第一項八号、同条二項参照）²⁹⁾。

さらに、改正法は、ストック・オプションの性質を、新株予約権を無償で発行する場合と位置付け、特別な規定は置いていない（改正商法二八〇条ノ二〇第二項三号但書参照）。もつとも、取締役などに、新株予約権を無償で発行するということは、株主以外の者に対して、特に有利な条件をもって新株予約権を発行する場合にあたるので、新株予約権の有利発行として、株主総会の特別決議が必要となる（改正商法二八〇条ノ二一第一項前段）³⁰⁾。

このように、改正商法は、従来の規定を整理して、より分かりやすいものとしている。この点は、評価すべき改正点であったと考える。

三 従来の規定の拡充

(一) 新株予約権の利用方法

今回の改正は、単に、従来の規定を整理したに留まらない。以下のような利用方法が可能となったという点で、従来の規定の拡充が図られている。

(ア) 前述のように改正前からの制度である新株引受権付社債には、社債に付けられた新株引受権が甘味剤となることによって、会社にとっては、普通社債の利率よりも低い利率での社債発行が可能になるというメリットがあった。しかしながら、会社が資金調達の際に、新株引受権を甘味剤として利用したいという要請は、社債発行の場合に留まらない。

改正商法によれば、会社は、新株予約権を他の金融商品と組み合わせることによって、より低いコストで資金調達できる。たとえば、信用力もなく、高い利息を約束しなければ金融機関から融資を受けることができないような設立したてのベンチャー企業であっても、ベンチャー・キャピタルを利用して融資を受ける際に、新株予約権を付けて融資(新株予約権付融資)を受けることにより、低利の融資が受けられるという場合が考えられる。あるいは、ベンチャー企業の株式はハイ・リスクなものであるため、新株予約権という甘味剤を付けた新株予約権付株式を発行して、会社の資金調達を容易にすることも考えられる。³²⁾さらに、子会社が社債を発行する場合、その親会社株式

の新株予約権の付いた新株予約権付社債を発行することにより、グループ企業の価値を利用した資金調達が可能になる。³³⁾このように改正商法の下では、会社の資金調達の多様化が図られることになる。

(イ) また、新株予約権は、資金調達の場面での利用だけに留まらず、企業結合の場面でも、利用することが考えられる。

たとえば、合併の際、合併比率の調整を図るために合併交付金を支払う必要があるとき、合併交付金の付与に代えて、新株予約権を付与することにより、調整を図るような場合が具体例としてあげられる。会社とすれば、このように新株予約権を利用することにより、現金を流失させることなく合併当事会社の利害調整を図ることができるというメリットがある。他方、新株予約権を付与された者とすれば、単に現金の交付を受けるよりは、新株予約権の交付を受けた方が、合併後の会社の成長利益を享受することができるというメリットがある。

あるいは、資本提携の手段として、将来、出資比率を三〇%まで引き上げる内容の新株予約権を付与する場合も具体例としてあげられる。³³⁾提携しようとしている会社にとっては、一度、提携してみても、うまく行きそうであれば、新株予約権を行使して、段階的に、出資比率を上げることができる。また、提携を受ける会社としても、新株予約権を利用することにより、提携しようとする会社のリスクが軽減される分、提携がまとまりやすくなるというメリットを享受できる。

(ウ) さらに、会社が特許権を特許権者から購入する際に、現金によるのではなく、あるいは現金とともに、新株予約権を交付することが考えられる。この場合、製品開発力や製品販売網を有する会社が、購入した特許権を利用して利益をあげればあげるほど、会社の株価が上がりが、特許権者に利益をもたらす。他方、特許権者が新株予約権を保有する限り、会社の利益と特許権者の利益が一致することになるので、会社としても、特許権者から継続的

に、特許に関する情報の提供などを受けることもできる。

(エ) また、ベンチャー企業が、経営コンサルタントに報酬を支払う場合に、現金による支払を減らし、代わりに、新株予約権を交付することも考えられる。ベンチャー企業としては、設立当初は、現金がないので、現金による報酬の支払いに代え、新株予約権を交付することにより、支払わなくて済んだ現金を再投資に回して、さらに、会社を大きくすることができる。他方、新株予約権を受けた経営コンサルタントとしては、顧問先のベンチャー企業が、株式の公開をすれば、莫大な利益をあげることができる。そのため、経営コンサルタント自身、かかる株式公開による莫大な利益をあげるために、熱心に会社の経営を指導して、いち早く、株式公開にこぎつけられると効果も期待できる。²⁶⁾

(オ) その他にも、今後、新株予約権のさらなる利用方法が開発されていくと考えられる。²⁷⁾このように改正商法は、各会社の創意工夫により、ビジネス・チャンスを広げることができるようになっている。この点も、評価すべき改正点であったと考える。

(二) ストック・オプション制度の改正点

今回の改正では、以下のような点で、ストック・オプション制度の拡充も行われた。

(ア) 第一に、改正前商法においては、ストック・オプションの付与対象者は、取締役と従業員に限定されていた(改正前商法二一〇条ノ二第一項、二八〇条ノ一九第一項)。

しかしながら、ストック・オプションを付与することにより、業績向上の動機付けにつながるの、取締役や従業員に付与する場合に留まらない。

そこで、改正商法は、新株予約権を発行することを必要とする理由を開示した上で、株主総会の特別決議を経れば（改正商法二八〇条ノ二第一項前段）、誰にでも、ストック・オプションを付与できるようにした。たとえば、子会社の取締役や従業員に親会社の株式についてのストック・オプションを付与する場合や、アメリカのシリコンバレーの実務で行われているような、コンサルタントや弁護士に付与する場合などが考えられる。³⁹⁾

(イ) 第二に、改正前商法においては、ストック・オプションの付与上限が、発行済株式総数の一〇分の一と制限されていた（改正前商法二一〇条ノ二第三項、二八〇条ノ一九第三項）。

しかしながら、アメリカのシリコンバレーの実務では、従業員および将来ヘッド・ハントする役員のため、株式数の二割ないし三割に当たるストック・オプションの枠を確保すべきであると言われている。⁴⁰⁾ そのため、このような実務を日本に導入しようとした場合、ストック・オプションの付与上限規定が大きな障害となっていた。⁴¹⁾

そこで、改正商法は、ストック・オプションの付与上限を撤廃した。⁴²⁾

(ウ) 第三に、改正前商法においては、ストック・オプションの行使期間の上限が、一〇年と制限されていた（改正前商法二一〇条ノ二第五項、二八〇条ノ一九第四項）。

しかしながら、長期的な成長が見込まれる業種において、長期のインセンティブ・プランを設定する場合、一〇年の行使期間が障害になっていた。また、一〇年の行使期間の制限は、長期にわたるベストインゲ・スケジュールを設定する障害にもなっていた。⁴⁴⁾

そこで、改正商法は、そのようなストック・オプションの行使期間の上限を撤廃し、新株予約権の行使期間をどのくらいにすべきかを会社の自治に委ねた（改正商法二八〇条ノ二第二項五号参照）。⁴⁵⁾

(エ) 第四に、改正前商法においては、会社が、ストック・オプション制度を利用する時、自己株式方式では定

時総会の普通決議で足りたのに対して（改正前商法二一〇条ノ第二項）、新株引受権方式では定款の定めと株主総会の特別決議が必要とされていた（改正前商法二一〇条ノ第一項、第二項）。

しかしながら、この両者の決議要件のアンバランスさは、平成九年商法改正当初から批判が出ていた。⁴⁴⁶

そこで、改正商法では、新株引受権方式と自己株式方式とを区別することなく、ストック・オプションの付与を、新株予約権の有利発行の場合であるとして、株主総会の特別決議を要求している（改正商法二八〇条ノ二一第一項前段）。これにより、改正前商法にあった決議要件のアンバランスさは解消されている。⁴⁴⁷

（オ） このように、改正商法は、ストック・オプションの付与対象者を拡大し、また、付与上限と行使期間の制限を撤廃している。そのため、改正前商法に比べ、ストック・オプション制度は、使いやすくなった。そこで、会社としては、ストック・オプション制度を活用して、優秀な人材を確保し、より多くの利益の獲得を目指すことができる。この点も、評価すべき改正点であったと考える。

これに対して、決議要件については、改正法は、株主総会の普通決議ではなく、特別決議に揃えている。そのため、上記の改正点と異なり、ストック・オプション制度を使いにくくしている。それでは、決議要件を株主総会の特別決議に揃えた今回の改正は、評価されるべき改正であったと言えるか。確かに、ストック・オプションは、取締役の報酬にあたるという側面を強調すれば、二六九条に準じて、決議要件を株主総会の普通決議で足りるとの立法もありえたであろう。しかしながら、今回の立法では、ストック・オプションは、あくまで、新株予約権の無償交付であり、新株予約権の有利発行であると位置付けられた。このように、ストック・オプションを位置付けることにより、現金を付与する場合と異なり、将来の価値が未定であるストック・オプションの付与を慎重に行うことができる。そのため、株主総会の特別決議を要するとした今回の改正は、評価すべき改正であったと考える。⁴⁴⁸

注

(23) なお、新株予約権の改正点を簡潔に解説しているものとしては、尾崎安央「株式等の利用の自由化とベンチャー法」法学七ミナー五六一―一八頁（二〇〇一年）、北村雅史「新株予約権」法学教室二五八号一四頁（二〇〇二年）、落合誠「会社法大改正のあり方」企業会計五四巻二二二―二三頁（二〇〇二年）、篠崎隆「新株予約権と役員報酬―ストック・オプションへの対応―」取締役の法務九五号五〇頁（二〇〇二年）、岸田雅雄「平成一三年後半改正商法について」税経セミナー四七巻二二六―二二七頁（二〇〇二年）、あさひ法律事務所「中央三井信託銀行証券代行部編『平成一三年第二次商法改正 ストックオプション拡充と改正法による新株発行実務』（中央経済社、二〇〇二年）などがある。

(24) 前田庸「商法等の一部を改正する法律案要綱の解説（上）」株式制度の見直し・会社関係書類の電子化等―商事法務一六〇六号一二頁（二〇〇一年）、原田晃治「江原健志」太田洋「濱克彦」郡谷大輔「改正商法の解説―株式制度の改善・会社関係書類の電子化等―」税経通信五七巻五号一三三―一三六頁（二〇〇二年）。

(25) 小林量「コーポレート・ファイナンス法制の柔構造化」商事法務一六〇三号二五頁（二〇〇一年）。

(26) たとえば、デラウェア州会社法一五八条一項は、「すべての会社は、定款の規定に服して、会社の株式またはその他の証券の発行および売却に関連してであると否とを問わず、いずれかの種類の株式を買い受ける資格をその所持人に与える権利または選択権を設定しかつ発行することができる、その権利または選択権は、取締役会が承認する文書によりまたはそれにおいて立証されなければならない。」と定めている（北沢正啓「浜田道代」新版「デラウェア会社法」（商事法務研究会、一九九四年）五一頁）。

(27) Art. L.228-95 al. 1-3 du Code de Commerce.（小林量・前掲注⁽²⁵⁾二六頁）。

(28) 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―商事法務一六〇七号七五頁（二〇〇一年）、竹中正明「改正商法を経営にどう生かすか―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」―取締役の法務九三号一二頁(二〇〇一年)、松井秀樹「新株予約権」税経通信五六卷一五号六四頁(二〇〇一年)、北村・前掲注⁽²³⁾一五頁、あさひ法律事務所〓中央三井信託銀行証券代行部・前掲注⁽²³⁾八四頁。
- (29) 前田・前掲注⁽²⁸⁾七五頁、原田他・前掲注⁽²⁴⁾一三八頁、竹中・前掲注⁽²⁸⁾一二頁、松井・前掲注⁽²⁸⁾六四頁、北村・前掲注⁽²³⁾一五頁、関谷〓徳山・前掲注⁽¹⁴⁾企業会計三八頁、関谷〓徳山・前掲注⁽¹⁴⁾税務弘報一〇二頁、あさひ法律事務所〓中央三井信託銀行証券代行部・前掲注⁽²³⁾八一頁。
- (30) 前田・前掲注⁽²⁸⁾六八頁、原田他・前掲注⁽²⁴⁾一三七頁、竹中・前掲注⁽²⁸⁾一〇頁、松井・前掲注⁽²⁸⁾六一頁、北村・前掲注⁽²³⁾一四頁、関谷〓徳山・前掲注⁽¹⁴⁾企業会計三八頁、関谷〓徳山・前掲注⁽¹⁴⁾税務弘報一〇二頁、楠・前掲注⁽¹⁸⁾四三頁。
- (31) あさひ法律事務所〓中央三井信託銀行証券代行部・前掲注⁽²³⁾六八頁。
- (32) あさひ法律事務所〓中央三井信託銀行証券代行部・前掲注⁽²³⁾六八頁。
- (33) 小林量・前掲注⁽²⁵⁾二六頁。
- (34) その他、種類株式やCPなど他の金融商品とセットにして新株予約権の発行をすることが考えられる(北村・前掲注⁽²³⁾一四頁)。
- (35) あさひ法律事務所〓中央三井信託銀行証券代行部・前掲注⁽²³⁾六七頁。なお、この類型の具体例としては、二〇〇二年三月一四日に発表されたウォルマート・ストアールと西友の資本・業務提携があげられる。この資本・業務提携では、ウォルマート・ストアールが西友に対する出資比率を最大六六・七%まで引き上げることができると新株予約権を、西友の株主総会決議を経て、付与されることが合意された(日本経済新聞(二〇〇一年三月一五日付 朝刊)一面)。
- (36) 松井・前掲注⁽²⁸⁾六二頁。
- (37) その他の利用方法としては、①乗っ取りなどのM&Aに対抗するために安定株主に付与して適時出資してもらうことにより、安定株主の持株比率を上げる場合、②上場すると一般株主などの外部株主が入ってきてオーナー等の持株比率が下がるの

で、事前に新株予約権を発行しておき、公開前後に行使して持株比率を高める場合などの利用が考えられる（楠・前掲注⁽¹⁸⁾四三頁）。

(38) 前田・前掲注⁽²⁸⁾六九頁、北村・前掲注⁽²³⁾一五頁、竹中・前掲注⁽²⁸⁾一一頁、小林英明・前掲注⁽¹⁸⁾九一頁、松井・前掲注⁽²⁸⁾六一頁、篠崎・前掲注⁽²³⁾五一頁、あさひ法律事務所Ⅱ中央三井信託銀行証券代行部・前掲注⁽²³⁾九八頁。

(39) 宍戸善一「種類株式、ストック・オプション等の自由化」ジュリスト二〇一〇六号四五頁（二〇一〇一年）。

(40) 宍戸・前掲注⁽³⁹⁾四五頁。

(41) 宍戸・前掲注⁽³⁹⁾四五頁。

(42) 前田・前掲注⁽²⁸⁾六九頁、北村・前掲注⁽²³⁾一五頁、竹中・前掲注⁽²⁸⁾一一頁、小林英明・前掲注⁽¹⁸⁾九一頁、松井・前掲注⁽²⁸⁾六一頁、篠崎・前掲注⁽²³⁾五一頁、あさひ法律事務所Ⅱ中央三井信託銀行証券代行部・前掲注⁽²³⁾九七頁。

(43) ベスティング・スケジュールとは、たとえば、行使期間が四年間のストック・オプションが付与されている場合に、一年間に二五%づつのスケジュールで、ストック・オプションの行使を可能とすることである。このように、ストック・オプションの行使に制限を加えるのは、たとえ行使期間中であっても、一度に、行使されてしまうと、長期的なインセンティブとして機能しにくいからである。また、未公開会社のストック・オプションの場合は、株式公開後、直ちにストック・オプションをすべて行使されてしまうと、株式市場での需給バランスが崩れてしまうからである（あさひ法律事務所Ⅱ中央三井信託銀行証券代行部・前掲注⁽²³⁾九七頁）。

(44) あさひ法律事務所Ⅱ中央三井信託銀行証券代行部・前掲注⁽²³⁾九七頁。

(45) 前田・前掲注⁽²⁸⁾六九頁、北村・前掲注⁽²³⁾一五頁、竹中・前掲注⁽²⁸⁾一一頁、小林英明・前掲注⁽¹⁸⁾九一頁、松井・前掲注⁽²⁸⁾六二頁、篠崎・前掲注⁽²³⁾五一頁、あさひ法律事務所Ⅱ中央三井信託銀行証券代行部・前掲注⁽²³⁾九七頁。

(46) 北村・前掲注⁽¹⁶⁾二八頁、森本・前掲注⁽¹⁵⁾五頁、伊藤・前掲注⁽¹⁸⁾六三頁、小塚・前掲注⁽¹⁸⁾一五頁、上村・前掲注⁽¹⁸⁾二八頁、浜

田道代『商法』（岩波書店、一九九九年）二〇六頁、あさひ法律事務所Ⅱ中央三井信託銀行証券代行部・前掲注(23)一〇〇頁。

(47) 前田・前掲注(28)六八頁、竹中・前掲注(28)一一頁。

(48) なお、改正前の決議要件について、株主総会の決議要件を課すべきという意見（伊藤・前掲注(18)六三頁）と報酬規制と同様に株主総会の普通決議で足りるという意見（小塚・前掲注(18)一五頁）があった。

第五章 新株予約権制度の問題点

一 取締役会が有する新株予約権の発行権限の適正化

(一) 今回の改正では、株式の譲渡制限がない会社においては（改正商法二八〇条ノ二七第一項本文参照）、株主以外の者に対して特に有利な条件で新株予約権を発行する場合は、株主総会の特別決議が必要とされている（改正商法二八〇条ノ二一第一項前段）。これに対して、特に有利な条件での新株予約権の発行でなければ、取締役会の判断で、誰に対しても、新株予約権の発行をすることができる（改正商法二八〇条ノ二〇第二項）。

このような取り扱いの下では、新株予約権の発行が有利発行か否かが、重要な関心事になる。有利発行になるか否かは、新株予約権の発行価額にかかっている。この点、法制審議会では、新株予約権の発行価額は、「ブラック・シヨールズ・モデル」などのオプション評価モデルによって算定できることを前提にしたようである。⁽⁴⁹⁾そこで、この「ブラック・シヨールズ・モデル」について、検討する。⁽⁵⁰⁾

(二) 「ブラック・シヨールズ・モデル」とは、フィッツシャー・ブラックとマイロン・シヨールズが共同開発したオプション評価モデルである。このモデルは、オプションとオプションが対象としている原資産(株式、債券など)を組み合わせてリスクがゼロとなるポートフォリオを作成した場合、このポートフォリオの収益率は安全資産の利率と等しくなるはずであるという理論によって組み立てられている。⁵¹⁾

この「ブラック・シヨールズ・モデル」が、他のオプション評価モデルに比べ優れているのは、次のような点である。すなわち、たとえば、サミュエルソンが一九六五年に発表した「ワラント価格評価の合理的理論」の中で紹介しているワラント評価モデルでは、 α (株からの期待収益率) と β (ワラントからの期待収益率、または、ワラントに適用される割引率) という未知のパラメータを使用している。特に、 β というパラメータは、一義的に設定できないものであった。⁵²⁾ そのため、このサミュエルソンのワラント評価モデルは、実務の適応力が乏しいものであった。これに対して、「ブラック・シヨールズ・モデル」は、現在の株価 S 、行使価格 K 、安全資産の収益率 r 、株価の分散 σ^2 (ボラティリティの二乗)、行使時点 T という五つのパラメータが必要である。このうち、現在の株価 S 、行使価格 K 、行使時点 T は、少なくとも公開会社のオプションの場合には、容易に確定することができる。また、安全資産の収益率 r については、行使日までの期間の長さに対応した国債の金利が利用されているので、これについても容易に確定することができる。残る株価の分散 σ^2 (ボラティリティの二乗) については、推計しなければならぬ。もともと、株価の分散 σ^2 (ボラティリティの二乗) の推計は、過去の価格の値から算出するなどの方法により、比較的容易に推計できる。⁵⁴⁾ そのため、「ブラック・シヨールズ・モデル」は、実務の適用力が高く、他のオプション評価モデルに比べ優れていたのである。

もともと、「ブラック・シヨールズ・モデル」は、万能ではない。⁵⁵⁾ すなわち、まず、「ブラック・シヨールズ・モ

「デル」は、「行使期間T」ではなく、「行使時点T」をパラメータとして要求している。つまり、「ブラック・ショールズ・モデル」は、将来のある定められた時点（満期日）のみにおいて権利行使ができる「ヨーロッパ・オプション」⁽⁵⁴⁾を前提としている。すなわち、「ブラック・ショールズ・モデル」は、満期日までの間の任意の時点で権利行使ができる「アメリカン・オプション」⁽⁵⁵⁾には適用できない理論である。この点、二八〇条ノ二第二項五号の文言が、「新株予約権ヲ行使スルコトヲ得ベキ期間」となっていることからすれば、新株予約権制度は、「アメリカン・オプション」を前提としている。そうであるとすれば、「ブラック・ショールズ・モデル」自体からは、新株予約権の公正価格を算定することができない。仮に、新株予約権のようなアメリカン・オプションに「ブラック・ショールズ・モデル」を適用しようとする場合、オプションの行使は、満期日前にしか行われなないと仮定のもとに適用する他ない⁽⁵⁶⁾。もともと、このような仮定のもとに算出したオプション価格が、公正なオプション価格といえるかは、疑問である⁽⁶⁰⁾。

次に、「ブラック・ショールズ・モデル」で用いるパラメータの中で、株価の分散²_σ（ボラティリティの二乗）は、直接、求めることができない。そのため、推計の仕方によっては、推計者の恣意が入る危険がある。すなわち、株価の分散²_σ（ボラティリティの二乗）の算出方法の一つに、過去のデータから、株価のボラティリティを算出するという方法がある⁽⁶¹⁾。通常、統計学的にあるパラメータを推計するには、データが多ければ多い方がよいとされている。しかしながら、株価のボラティリティは、時間と共に変化する。そのため、古すぎるデータを将来の予想に用いるのは適切でない場合がある。そこで、実際には、直近の九〇日から一八〇日の日次終値データを用いることが多い⁽⁶²⁾。もともと、推計者によっては、日次終値ではなく、週次株価データや月次株価データを用いるかもしれない。あるいは、直近の九〇日から一八〇日の日次終値データではなく、直近の五年の日次終値データを用いるかも

しれない。ここに推計者の恣意が入る危険性がある。⁶³⁾

(三) このように、「ブラック・シヨールズ・モデル」は、株価の分散⁶²⁾ (ボラティリティの二乗) を推計するだけで、オプション価格の算定ができたことから、オプション取引の現場で広く使われるようになった。

しかしながら、前述のように、わが国の商法が導入したアメリカン・タイプの新株予約権の算定には、「ブラック・シヨールズ・モデル」は適用できない。仮に、満期日まで新株予約権は行使されないと仮定のもとに、「ブラック・シヨールズ・モデル」を適用するとしても、株価のボラティリティの算出の仕方によって推計者の恣意が入る危険がある。⁶⁴⁾ とくに、大規模な企業結合を一方的な条件で進めたり、特定の既存株主の支配的地位の奪取を狙ったりするために、取締役会が不公正になるかもしれない新株予約権の発行を行おうとするときには、この危険が高い。この点、流通する株式から公正価格の算定が比較的容易な新株発行の場合でさえ、不正発行が繰り返されてきた現状からすれば、⁶⁵⁾ 一定の仮定のもと株式の時価から推測を重ねてしか算定できない新株予約権については、より一層、不正発行のおそれが懸念される。

(四) そこで、取締役会に与えられた新株予約権の発行権限を合理的に制限していく必要がある。

この点、前述のように改正前商法で採られていたストック・オプションの総量規制(改正前商法二一〇条ノ二第三項・四項、二八〇条ノ一九第三項)や行使期間の制限(改正前商法二一〇条ノ二第五項、二八〇条ノ一九第四項)などの規制は、今回の改正では撤廃されている。そのため、株式の譲渡制限がない会社において、取締役会に与えられた新株予約権の発行権限を合理的に制限していくものとしては、「会社が発行スル株式ノ総数」(商法一六六条一項三号)は定款に記載しなければならず、これを超える場合には定款変更が必要になる(商法三四二条、三四七条)という、授権資本制度の枠による制約と、改正商法二八〇条ノ二〇第二項但書の定款による制約があるのみで

ある。

しかしながら、この授權資本制度の枠による制約は、最大四倍の株式数になるまで新株の発行および新株予約権の発行を行う権限を取締役に許容するという側面も持ち合せているため（商法一六六条三項）、取締役に与えられた新株予約権の発行権限を合理的に制限していくことができるかは、疑問である。⁶⁶ また、新株発行における定款による制約（二八〇条ノ二第一項但書）が、十分に活用されていない現状からすれば、新株予約権についても、定款による制約を期待するのは難しい。

そのため、現行法上の制度では、取締役に与えられた新株予約権の発行権限を合理的に制限していくことは、困難である。

（五）　そこで、現行法上の枠組みの中では、株主自身が、取締役を監視する他ない。具体的には、株主は、新株予約権発行の差止請求（改正商法二八〇条ノ三九第三項、商法二八〇条ノ一〇）によって、直接的に、取締役会の新株発行権限を制限していく方法がある。また、取締役会の決定に基づいて、すでに新株予約権が発行されたしまった場合、株主は、株主代表訴訟（商法二六七条）や取締役の選任・解任（商法二五四条、二五七条）などを通じて、間接的に、取締役に与えられた新株予約権の発行権限の適正を図っていく方法がある。

もっとも、このような方法を実効化するには、徹底した情報開示が必要になる。とくに、株主が新株予約権発行の差止請求をしようとする場合には、払込期日二週間前の「公告」あるいは株主に対する「通知」が重要になってくる（改正商法二八〇条ノ二三）。このとき、新株予約権の発行価額およびその行使に際して払込みをなすべき額の算定の理由が示されることになる。それとともに、株価のボラティリティとその算出方法の開示もされるべきである⁶⁷と考える。なぜなら、ブラック・シヨールズ・モデルにおいては、前述のように、株価のボラティリティの操作の

可能性があるからである。

(六) さらに、株主のみに、取締役会に与えられている新株予約権の発行権限の適正化を図るように要求するのでは、十分とは言えない。

そこで、立法論としては、取締役会が、大規模な企業結合を一方的な条件で進めたり、特定の既存株主の支配的地位の奪取を狙ったりするなど、不公正な新株予約権の発行が行われないように、取締役会の新株発行権限に一定の歯止めをかける必要がある。たとえば、会社が、一会計期間に発行済株式総数の一〇％を超える新株予約権を発行をする場合、たとえ、有利発行でなくても、株主総会の特別決議を経ることを要することが考えられよう⁶⁸⁾。なぜなら、一会計期間に、発行済株式総数の一〇％を超える新株予約権を発行することは、株主の持株比率に重大な影響を与えるものであり、株主の意思を問うのが適切であるからである。しかも、一会計期間に発行済株式総数の一〇％もの新株予約権を発行するということは、支配権争奪の局面である可能性がある。そうであるとすれば、株主の意向を確認すべき必要が高いからである⁶⁹⁾。

二 ストック・オプション付与者の氏名の公開

(二) 改正前商法においては、ストック・オプション付与者全員の氏名を示して決議を行うことを、少なくとも明文上は要求していた(改正前商法二一〇条ノ二第二項三号、二八〇条ノ一九第二項)。

しかしながら、実務においては、かかる明文があるにもかかわらず、ストック・オプションを付与されるべき者の氏名や付与株式数を決議する必要はないとされていた。たとえば、「総会最終時における取締役全員に対して総

計五〇万株を上限として、(部長級以上の)全従業員に対して総計八〇万株を上限として、付与する」といった決議案でもよいとされていたのである。⁷⁰⁾このような解釈が採られていたのは、大企業の場合は多数の氏名が羅列されているだけでは、かえってストック・オプション・プランの全体像が不明瞭になるからであると説明されている。⁷¹⁾

そのため、今回の改正では、かかる実務の取り扱いを受けて、ストック・オプション付与者の氏名の開示を要求していない(改正商法二八〇条ノ二〇第二項各号参照)。

(二) もつとも、ストック・オプションとして新株予約権の無償交付を受けた取締役等は、株価が値下がりしても、何らのリスクを負わない。これに対して、既存の株主は、株価が値上がりした場合、時価より安い価格の行使価格で新株予約権が行使されるため、株式の経済価値の面で、株式の希釈化の不利を受けざるを得ない。そのため、ストック・オプション制度は、既存の株主のコストで行われている。

そうであるとするれば、そのような不利益を受ける株主に対して、誰に、どれだけインセンティブの付与が行われたのかを開示すべきである。⁷²⁾

なぜなら、ストック・オプション・プランの承認権者たる株主が、そのプランの内容の適切さを判断するには、誰に、どれだけインセンティブの付与が行われたのかの情報は、必要不可欠な情報だからである。

そのため、安易に、実務の現状を追認した今回の改正には、疑問が残る。

(三) しかしながら、前述のように、新株予約権をストック・オプションとして付与する場合、新株予約権の有利発行となり、株主総会の特別決議が必要となる。株主総会の特別決議の際には、取締役は、株主総会において、株主以外の者に対して特に有利な条件をもって新株予約権を発行することを必要とする「理由ヲ開示」しなければならない(改正商法二八〇条ノ二一第一項後段)。そこで、実務の運用として、この「理由の開示」の際に、スト

ック・オプションを付与される者の氏名を開示されることが期待される。⁽⁷³⁾

もつとも、氏名を開示する必要性については、誰に付与するかによって異なりうる。⁽⁷⁴⁾ すなわち、取締役については、自らストック・オプション・プランを作成した者であり、お手盛りの危険がある。そこで、株主にストック・オプション・プランを慎重に吟味させるために、氏名の個別開示が必要であると考えられる。⁽⁷⁵⁾ これに対して、従業員については、全員の氏名を掲げるのは煩雑であるし、また、部署ごとに何人の従業員に対して、どれくらいの数のストック・オプションを付与することが分かれれば（たとえば、「営業一課の従業員二〇名に対して総計五〇株を上限」として、新株予約権を付与する」という程度の開示）、株主は従業員に対してストック・オプションを付与することが適切か否かを判断できるので、氏名の個別開示までは必要ないと考える。さらに、改正前商法においてストック・オプションの付与が認められていなかった取締役および従業員以外の者についても（改正前商法二一〇条ノ二第二項三号、二八〇条ノ一九第二項参照）、付与を予定している者の職業および地位を明らかにして、どれくらいの数ストック・オプションを付与することが分かれれば（たとえば、「顧問弁護士五名に対して総計五〇株を上限」として、新株予約権を付与する」という程度の開示）、株主は取締役・従業員以外の者に対してストック・オプションを付与することが適切か否かを判断できるので、原則として、氏名の個別開示までは必要ないと考える。もつとも、取締役および従業員以外の者については、取締役および従業員とは異なり、ストック・オプションを付与することによって、業績が向上することに対してインセンティブがあるか否かが不明確な場合がある。このような場合には、取締役は、業績が向上することに対してインセンティブがあることを積極的に説明する必要があるし、場合によっては、付与対象者の氏名を明らかにする必要があると考える。

三 資金調達目的での新株予約権の単独発行

新株予約権の発行価格は、行使価格に比べ、低額になる。そうすると、新株予約権の有償発行に伴い、会社に入ってくる金銭は少額にとどまることになる。そのため、資金調達目的で、新株予約権のみを単独発行しても、その目的を十分に達することができない。

すなわち、たとえば、現在の株価が、一二〇円の株式を引き受けられる新株予約権（行使価格一〇〇円、発行価格二〇円）を例に取ってみると、新株予約権の発行時に会社に入ってくるのは、二〇円のみである。

これに対して、新株予約権の大部分の価値である行使価格の一〇〇円分の金銭は、実際に、投資家が、新株予約権を行使しない限り、会社には入ってこない。しかも、新株予約権がいつ行使されるかは、会社側にイニシアティブがあるわけではなく、あくまで、投資家側にイニシアティブがあるのである。そのため、会社は、新株予約権を単独に発行するだけでは、必要な量の資金を、必要な時期に調達することができない。

そのうえ、資金調達の必要性を隠れ蓑に、会社支配争奪の局面をにらんで、会社支配の安定化を図ろうとする新株予約権の不正発行が行われかねないと懸念される。

そこで、資金調達目的での新株予約権の単独発行は、端的に禁止されるべきである。そのうえで、資金調達目的で新株予約権を発行できるのは、新株予約権付社債や新株予約権付融資のような新株予約権を、社債や融資の利息を低く抑えるための、いわば甘味剤として利用する場合に限られるべきである。

このように資金調達目的での新株予約権の発行を禁止したとしても、会社が資金調達をする必要性が生じた場合は、新株予約権の発行ではなく、新株自体の発行によって資金調達を行えば足りる。仮に、新株発行をしても、引

受人が現れないような状況であれば、そのときは、新株予約権を甘味剤として付けて、新株予約権付株式として発行すればよい。

四 自己新株予約権

(一) 今回の改正では、会社が、市場に流通する自社の新株予約権を購入することができるかについて、何ら規定が設けられていない。そのため、自己の地位を保全するために、取締役が会社の金銭を使って、市場に流通している新株予約権を買い集め、悪用する恐れがある。

このような恐れを防止するためには、第一に、会社が新株予約権を保有すること自体は許容し、その購入した新株予約権を処分する際には、新株発行と同様の規制に服するという方法がある。平成一三年改正(平成一三年法律第七九号)後の自己株式に関する規制(商法二二一条三項参照)がこれにあたる。第二に、会社が自社の新株予約権を保有することを原則として禁止し、新株予約権を取得した場合(たとえば、消却目的)には、すぐに消却するという方法がある。平成一三年改正前の自己株式に関する規制がこれにあたる。⁷⁾

(二) この点、現行商法が、自己株式に関して、前者のような規制をしていることについては、次のような説明がなされている。すなわち、企業再編を進めるためには、その過程で、合併(商法四〇八条以下)、株式分割(商法三五二条以下)、株式移転(商法三六四条以下)といった手段を採る場合がある。そうした場合、新株の発行が必要となる場合が多い。もつとも、このような新株発行が実行されると、一株あたりの実質的価値が低下し、株価が下がる可能性があるほか、将来にわたり配当コストが増加するといった問題が発生する。そこで、自己株式の取

得・保有を認めることによって、組織再編成に際して行わなければならない新株発行に代え、会社の保有する株式を割り当てることができるようにしたとされている⁷⁸。

しかしながら、新株予約権の場合は、合併、株式分割、株式移転のような企業再編の際に、その交付が必ずしも要請されない。仮に、新株予約権の交付の必要性がある場合でも、その数は、それほど多くなく、しかも、新株予約権が行使されてはじめて、配当コストに直接の影響が生じる。そのため、自己株式の取得・保有の場合と異なり、会社が自己の新株予約権を保有する必要性は乏しい。むしろ、自己の新株予約権の保有を認めることにより、取締役会の判断のみで、大規模な企業結合を一方的な条件で進めたり、あるいは、特定の既存株主の支配的地位の奪取を狙ったりするなどの不公正な処分がなされるおそれがある。また、新株予約権の場合、株式と異なり、行使期間を経過すると、単なる紙クズになってしまうので、新株予約権を長期保有させることは好ましくない。そこで、会社が自己の新株予約権を保有することを端的に禁止すべきである。

(三) では、会社の余剰資金で市場から新株予約権を買い入れて消却することは許されるか。

確かに、新株予約権は、株式と異なり、行使期間を過ぎれば、紙クズになり、もはや消却の必要はないとも思われる。また、新株予約権は、権利行使されない以上、株式と異なり、配当コストはかからないため、消却する必要はないとも思われる。

しかしながら、新株予約権の段階で消却してしまった方が、権利行使されてから消却するより、コストがかからない。また、新株予約権が市場にある以上、その新株予約権が行使され、将来、配当コストがかかるおそれがある。

よって、会社の余剰資金で市場から新株予約権を買い入れて消却すること自体は合理性があるから、その限度で、会社が自己の新株予約権を取得することを許容すべきである。

（四）したがって、今回の改正においても、自己の新株予約権の保有については、後者のような規制、すなわち、会社が自社の新株予約権を保有することを原則として禁止し、例外的に新株予約権を買入れた場合には、すぐに消却するという規制を立法化すべきであったと考える。

五 ストック・オプションの付与対象者の限界

法務省民事局参事官室「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）（以下、「中間試案」とする）第五の十一においては、新株予約権をストック・オプションとして発行する場合、実体法上の要件として「正当な理由」が要求されていた。そのため、ストック・オプションが付与できる人的範囲は、この「正当な理由」という要件により合理的な範囲に制限されると考えられていた。⁷⁷⁹

これに対して、改正商法では、前述のように、ストック・オプション制度を新株予約権の有利発行と一形態と位置付けたため、中間試案で要求されていた「正当な理由」が、規定上は、要件とされていない。そのため、株主総会の特別決議さえ経れば、取締役の配偶者であるというだけで、何ら会社の業務との関係がないような者に対してまで、ストック・オプションの付与ができてしまうことになりそうである。

しかしながら、ストック・オプション制度の趣旨は、前述のように、業績向上に対するインセンティブを与えることにあるから、何ら業績の向上と関係のない者に対して、ストック・オプションを付与することは、ストック・オプション制度趣旨を逸脱するものと言わざるをえない。そこで、ストック・オプションの付与にあたっては、明文はないものの、実体法上の要件として、「正当な理由」という要件が課されているものと解すべきである。

このように、ストック・オプションの付与に際して、「正当な理由」という要件が課されていることからこそ、ストック・オプション・プランが株主総会の特別決議による承認を受けた場合であっても、「正当な理由」を逸脱しているようなときには、ストック・オプション付与に関する株主総会決議の内容が法令に違反するとして、株主総会決議無効確認の訴え（商法二五二条後段）によって争うことができる⁸⁰⁾と考える。

六 企業結合・分割における新株予約権者の保護

(一) 合併の際には、存続会社あるいは新設会社が、消滅会社の新株予約権に係る義務を承継する（商法四一六条・一〇三条）。なお、改正商法四一四条二項には、承継した新株予約権の登記義務が定められている⁸¹⁾。また、会社分割の際には、分割計画書または分割契約書の記載に従って（商法三七四条ノ一〇第一項、三七四条ノ二六第一項。なお、改正商法三七四条ノ八第二項、三七四条ノ二四第二項には、承継した新株予約権の登記義務が定められている）、承継会社が分割会社の新株予約権に係る義務を承継する⁸²⁾。

これに対して、株式交換・移転（商法三五二条以下、三六四条以下）の際には、完全子会社の権利・義務について何らの変動ももたらさない。そのため、完全子会社になる会社が発行していた新株予約権も、完全子会社に対する権利として、そのまま、存続すると思える。

しかしながら、株式交換後、あるいは、株式移転後も、そのまま新株予約権を行使することができる⁸³⁾とすると、株式交換・移転によって生じた完全子会社が完全子会社でなくなってしまう。また、新株予約権者にとっても、新株予約権を行使して完全子会社の株主になっても、完全子会社の株式は流通しないのが通常であることから、その

換価に困難が生ずることになる。⁸²⁾

そこで、改正商法は、三五二条三項、三六四条三項において、株式交換・移転の場合の新株予約権に係る義務の承継に関する規定を設けている。^{83) 84)}

(二) このように新株予約権に係る義務は、合併、会社分割、株式交換・移転のいずれの場合においても、新会社に承継されることにより、新株予約権者の利益が保護されることになっている。

しかしながら、たとえば、不利な条件での合併、会社分割、株式交換・移転が行われたために、新株予約権者行使して得られるはずの株式価値が目減りしてしまったような場合、新株予約権者は、不利益を受ける。それにもかかわらず、新株予約権者は、株主と異なり、かかる新株予約権に係る義務の承継に関して、その意思を反映する手段を持っていない。すなわち、株主であれば、株主総会の特別決議を通じて、その意思を反映することができる(商法三五三条一項、三六五条一項、三七四條一項、四〇八條一項)。また、離脱権(株式買取請求権)も保障されている(商法三五五條一項、三七一條二項、三七四條ノ三第一項、四〇八條ノ三第一項)。

そこで、新会社に新株予約権に係る義務を承継させる際には、新株予約権者を保護する制度が必要となる。具体的には、新株予約権者の意思を反映させる手段を用意するか、あるいは、離脱権(新株予約権買取請求権)を保障すべきかが問題となる。

(三) まず、新会社に新株予約権に係る義務を承継させる際に、新株予約権者の意思を反映させる手段を用意する必要があるか。

確かに、新会社に新株予約権に係る義務を承継させる際に、たとえば、新株予約権者集会を開き、その会の特別決議を得られない限り、合併、会社分割および株式交換・移転は認められないとすれば、新株予約権者の保護は、

十分に、図ることができよう。

しかしながら、株主ではない新株予約権者には、合併、会社分割および株式交換・移転といった株主の重要な決定を阻止できる権限まで与える必要は少ない。

したがって、新会社に新株予約権に係る義務を承継させる際に、新株予約権者の意思を反映させる手段を用意する必要はないと考える。

(四) それでは、新株予約権者に離脱権(新株予約権買取請求権)を保障する必要があるか。

この点、前述のように、新株予約権者には、新株予約権買取請求を認めた規定を欠いているので、明文上、離脱権は保障されていない。

しかしながら、株式買取請求権の趣旨は、会社の運命を左右する重大な変更があるにもかかわらず、その変更の際して、十分に自己の意思を反映できなかった少数派株主の投下資本回収の途を保障する点にある。そうであるとすれば、十分に自己の意思を反映できなかったという点では、新株予約権者も変わりがない。

したがって、新株予約権者の離脱権を保障すべく、立法論として、新株予約権買取請求権制度を創設すべきであると考える。

注

(49) 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」商事法務一六一七号七九頁(二〇〇二年)、前田・前掲注(28)六七頁。

(50) 江頭・前掲注(49)七九頁では、「ブラック・シヨールズ・モデル」と並んで、「二項モデル」も、新株予約権の発行価格の算定

に利用できるとされている。「二項モデル」は、非常に短い期間の後には、対象証券の価額は、上昇するか、下降するかのいずれかの状態しかとらない、と仮定して導かれる理論である。この「二項モデル」は、「ブラック・ショールズ・モデル」と原理的には共通であり、「ブラック・ショールズ・モデル」の説明のために用いられることが多い（太田智之『債券投資とファイナンス理論』（金融財政事情研究会、一九九九年）一四七頁）。しかし、このモデルは、配当支払のないヨーロッパ・オプションに関するものである。そのため、アメリカン・オプションのように満期前にオプションが行使される可能性がある場合には、どの時点で、どのくらいのキャッシュ・フローが発生するかを予測することは難しいため、一般的なプレミアム決定式を導くことができないとの指摘がある（大村敬一・清水正俊・俊野雅司『詳解 株式オプション——本邦市場の実証分析——』（金融財政事情研究会、一九九一年）九五頁）。そうであるとすれば、アメリカン・オプションである新株予約権の価額は、この「二項モデル」を用いることによっては、算定できないことになる。なお、最近では、配当支払のあるアメリカン・オプションに「二項モデル」を適用する研究がされている。その中の一つに、「擬似アメリカン・コール (pseudo American call)」という手法がある。配当支払直前の日を満期とするヨーロッパ・オプションの価格をいくつか算定し、その中で一番高い価格をもって、配当支払のあるアメリカン・オプションの価格とするというものである。しかし、行使期間があらかじめ定められていないアメリカン・コールは、この擬似アメリカン・コールより自由度が高い。そのため、この擬似アメリカン・コールと実際のアメリカン・コールの価格を比較すると、実際のアメリカン・コールの価格の方が高いという結果が出ている。したがって、この擬似アメリカン・コールは、実際のアメリカン・コールの価格を推定する際の下限を与えるにすぎないとの指摘がある（大村敬一・清水正俊『株式オプション』（金融財政事情研究会、一九八七年）一九二頁）。

- (51) 日興リサーチセンター投資工学研究所編『図解「金融工学」のことがよくわかる』（中経出版、二〇〇〇年）九九頁。なお、ブラック・ショールズ・モデルについては、次の文献も参照した。釜江廣志『証券分析の基礎（改訂版）』（有斐閣、一九九七年）二一九頁、石村貞夫・石村園子『金融・証券のためのブラック・ショールズ微分方程式』（東京図書、一九九九年）一五

- 二頁、ジョン・C・ハル（小林孝雄 監訳）『先物・オプション取引入門』（ピアソン・エデュケーション、二〇〇一年）二七七頁・四二五頁、野口悠紀雄・藤井眞理子『金融工学―ポートフォリオ選択と派生資産の経済分析―』（ダイヤモンド社、二〇〇〇年）一九八頁、大村・清水・俊野・前掲注(50)九五頁、大村敬一・俊野雅司『証券投資理論入門』（日本経済新聞、二〇〇〇年）一六四頁、日本経済新聞社編『株式オプション取引入門』（日本経済新聞社、一九八九年）五七頁、太田・前掲注(50)一五四頁、大村・清水・前掲注(50)二〇〇頁など。
- (52) 石村・石村・前掲注(51)一九二頁。
- (53) 野口・藤井・前掲注(51)二〇九頁。
- (54) 日興リサーチセンター投資工学研究所・前掲注(51)一〇二頁、太田・前掲注(50)一五五頁、大村・清水・俊野・前掲注(50)二二二頁、大村・清水・前掲注(50)二三五頁。
- (55) ブラック・ショールズ・モデルは、次のような仮定の上に成り立っている。すなわち、その仮定とは、①短期金利は時間を通じて既知であり、一定であること、②株価は、ボラティリティの二乗に比例して連続的時間のランダムウォークに従うこと、③株は配当も他の配分もしないこと、④オプションはヨーロッパアンで、満期時にしか行使されないこと、⑤株、オプションの売買には取引コストが発生しないこと、⑥株の購入・保有をするために、短期金利で有価証券の価格の一部を借入できることなどである（石村・石村・前掲注(51)一九三頁、ジョン・C・ハル・前掲注(51)二八五頁、大村・清水・俊野・前掲注(50)九〇頁、大村・清水・前掲注(50)二〇七頁）。
- (56) 野口・藤井・前掲注(51)一五九頁。
- (57) 野口・藤井・前掲注(51)一六〇頁。
- (58) 日興リサーチセンター投資工学研究所・前掲注(51)一〇二頁。
- (59) なお、最近では、「ブラック・ショールズ・モデル」の適用範囲を広げる研究が進められている。その一環として、配当支

払のあるアメリカン・オプションに「ブラック・ショールズ・モデル」を適用する研究も進められている（ジョン・C・ハル・前掲注⁽⁵⁾二九五頁・三〇二頁、野口⁽⁶⁾藤井・前掲注⁽⁵⁾二二〇頁、大村⁽⁷⁾清水⁽⁸⁾俊野・前掲注⁽⁵⁾一一二頁、大村⁽⁹⁾清水・前掲注⁽⁵⁾二三五頁）。その中の一つが、前掲注⁽⁵⁾で紹介した「擬似アメリカン・コール（pseudo American call）」である。しかし、前述のように、この擬似アメリカン・コールは、実際のアメリカン・コールの価格を推定する際の下限を与えるにすぎないとの指摘がある（大村⁽¹⁰⁾清水⁽¹¹⁾俊野・前掲注⁽⁵⁾一二四頁、大村⁽¹²⁾清水・前掲注⁽⁵⁾二三七頁）。

⁽⁶⁾ たとえば、アメリカン・オプションは満期日まで行使されないと仮定の下で、「ブラック・ショールズ・モデル」によりオプション価格を算定すると、満期日が同じであれば、二〇〇〇年から二〇〇六年までの六年間の行使期間が定められているアメリカン・オプションと、二〇〇四から二〇〇六年までの二年間の行使期間を定められているアメリカン・オプションでは、同じ価格になってしまう。しかし、実際には、行使期間が長い前者の方が、自由度が高い分だけ、高値で取引されることになる。

⁽⁶⁾ このように過去のデータから算出したボラティリティのことを「ヒストリカル・ボラティリティ」という。これに対して市場で取引されるオプションの価格から逆算してボラティリティを算出することがある。このように算出されたボラティリティのことを「インプライド・ボラティリティ」という。この「インプライド・ボラティリティ」は、原株の価格の変動などの要因で、日々、変化していく。そのため、「インプライド・ボラティリティ」を求める場合は、いくつか「インプライド・ボラティリティ」を求め、それを平均するということが行われる（大村⁽¹³⁾清水⁽¹⁴⁾俊野・前掲注⁽⁵⁾一一五頁、ジョン・C・ハル・前掲注⁽⁵⁾二九一頁）。しかし、どの時点の「インプライド・ボラティリティ」いくつ求めてから、それを平均するかは、推計者に委ねられているため、この過程で推計者の恣意が入るおそれがある。

⁽⁶⁾ ジョン・C・ハル・前掲注⁽⁵⁾二八三頁。

⁽⁶⁾ なお、最近のデラウェア州の判例の中には、オプション価値の評価が故意にされやすく、ブラック・ショールズ・モデル等

のオプション評価モデルにも大きな疑問がある旨を述べるものがある。Lewis v. Vogelstein, 699 A.2d 327 (一九九七年)。この判例の解説として、近藤光男「ストック・オプションと株主総会の追認決議」商事法務一六〇一号三六頁(二〇〇一年)がある(仮屋・前掲注²⁰一〇二頁)。また、藤田友敬「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——」商事法務一六二二号二五頁(二〇〇二年)も、ボラテイリティの操作の可能性を懸念している。

⁶⁴ なお、国会における審議においても、恣意的にボラテイリティ等の数値を操作することにより、既存の株主の利益を害する有利発行が可能になるのではないかといった批判がされている(あさひ法律事務所「中央三井信託銀行証券代行部・前掲注²³四七頁)。また、非上場会社の株式は、流通性が低く、あるいは上場会社に比べて一般にデフォルトリスクも高いなどの諸事情もあり、合理的な価格の算定は難しい側面もあるとの指摘もなされている(楠・前掲注¹⁸四六頁)。

⁶⁵ タクマ対コスモポリタン事件(大阪地裁昭和六二年一月一八日判決、判例時報一二九〇号一四四頁)、秀和对忠実屋・いなげや事件(東京地裁平成元年七月二五日決定、判例時報一三一七号二八頁)、高橋産業対宮入バルブ事件(東京地裁平成元年九月五日決定、判例時報一三三三号四八頁)など参照。

⁶⁶ なお、この点については、取締役会の新株発行権限を合理的に制約するために、商法一六六条一項三号と同条三項の規定を削除した上で、「一会計期間に発行済株式総数の二五%増までは、株主総会にはからず新株を発行しうる」という規定を新設すべきとする立法提案がなされている(浜田・前掲注⁴⁶一八〇頁)。また、法務省民事局参事官室「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公表)第二二において、「株主以外の者に対して、発行済株式の総数の一定比率(たとえば、五分の一)を超える新株を発行するときは、発行することができる株式の額面無額面の別、種類及び数について、第三四三条に定める決議がなければならぬものとする。」という提案がなされていた。もともと、今回の改正には、この提案は、盛り込まれなかった。

⁶⁷ 藤田・前掲注⁶³19頁も、二八〇条ノ二三の公告あるいは株主への通知の際に、「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」としている。

(68) 前掲注(66)参照。

(69) なお、大杉謙一「ベンチャー企業と商法改正・証券市場改革―資金調達とストック・オプションを中心に」ジュリスト一二一八号二五頁（二〇〇二年）では、新株予約権の有利発行の決議に先立つ報酬スキームの開示、付与後の開示および会計基準の整備などの必要性を説いている。

(70) 森本・前掲注(15)四頁。

(71) 「議員立法による商法改正国会審議録（抄）―ストック・オプション制度の導入、株式消却手続の特例―」旬刊商事法務一四五九号二七頁（一九九七年）の保岡興治発言、保岡・前掲注(16)六頁。

(72) なお、ストック・オプションが業績連動型のインセンティブ報酬として位置付けられることを理由に、ストック・オプションの付与対象者の氏名を明らかにされなければならないとしているものとしては、西尾幸夫「いわゆるストック・オプション制度導入の問題性」法律時報七〇巻四号一九頁（一九九八年）、島原宏明「株式関係―ストック・オプション制度の改正をめぐって―」税経通信二〇〇一年八月号五六頁がある。

(73) なお、篠崎・前掲注(23)五三頁は、「オプションのブラック・ショールズ価格や業績連動型報酬についての基本的な考え方の開示も検討に値しよう」としている。

(74) なお、篠崎・前掲注(23)五二頁は、「取締役、執行役員については従来と同様の開示の開示をすることとし、それ以外の従業員については、役職・人数・付与数を開示する等の対応が考えられよう」としている。

(75) なお、法務省民事局参事官室・前掲注(66)第五の注6には、ストック・オプションを取締役に付与した場合、事後的に、営業報告書において一定の開示が要求されており、その開示は、個別的になされなくてはならないので、取締役に関しては、氏名

を含む事後開示が行われることが予定された（穴戸・前掲注⁽³⁹⁾四五頁）。しかしながら、今回の改正には、この提案は、盛り込まれなかった。

(76) なお、竹中・前掲注⁽²⁸⁾一二頁、小林英明・前掲注⁽¹⁸⁾九一頁は、資金調達目的での新株予約権の発行を肯定している。

(77) なお、平成一三年改正前商法二二一条においては、例外的に取得した株式の処分を認めていた。しかし、大規模な企業結合を一方的な条件で進めたり、あるいは、特定の既存株主の支配的地位の奪取を狙ったりするなど不公正な処分がなされるおそれがあるので、取得した新株予約権は遅滞なく消却すべきであると考ええる。

(78) 相沢英之⁽¹⁾金子一義⁽²⁾長勢甚遠⁽³⁾根本匠⁽⁴⁾谷口隆義⁽⁵⁾漆原良夫⁽⁶⁾小池百合子編「一問一答金庫株解禁等に伴う商法改正」（社団法人商事法務研究会、二〇〇一年）七頁。

(79) 穴戸・前掲注⁽³⁹⁾四五頁。

(80) なお、改正法では、新株予約権に、新株発行差止請求の規定（商法二八〇条ノ一〇）は準用しているもの（改正商法二八〇条ノ三九第三項）、新株発行無効の訴え（商法二八〇条ノ一五）は準用されていないので、違法な新株予約権の発行がなされた場合には、一般原則に従い、株主総会決議無効の訴えなどで争うことになる。

(81) 前田・前掲注⁽²⁸⁾七六頁、あさひ法律事務所⁽¹⁾中央三井信託銀行証券代行部・前掲注⁽²³⁾一四八頁。

(82) 前田・前掲注⁽²⁸⁾七六頁、原田他・前掲注⁽²⁴⁾一三九頁。

(83) 前田・前掲注⁽²⁸⁾七六頁、北村・前掲注⁽²³⁾一五頁、松井・前掲注⁽²⁸⁾六三頁、楠・前掲注⁽¹⁸⁾五〇頁、あさひ法律事務所⁽¹⁾中央三井信託銀行証券代行部・前掲注⁽²³⁾一五三頁。

(84) なお、会社が新株予約権発行の決定事項として、会社が新株予約権を消却できる事由として、株式交換・移転の場合を定めおけば、会社は取締役会決議により、新株予約権を消却することができる（改正商法二八〇条ノ二〇第二項七号参照）。

第六章 おわりに

本稿では、新株予約権制度に関する改正点と、その問題点について論じてきた。

確かに、改正点の中でも、従来の規定を整理して、より分かりやすいものという点は、評価すべき改正点であった。また、各会社の創意工夫によっては、新株予約権の利用して、さらなるビジネス・チャンスを得ることができるといっても、評価すべき改正点であった。

しかしながら、株式に比べ、時価の算定が困難な新株予約権の発行権限を、有利発行でない限り、無制約に取締役会に委ねてしまっている現行制度には、疑問がある。そのため、立法的に、取締役会の新株発行権限を合理的に制約していく必要がある。

また、それに関連して、「ブラック・シヨールズ・モデル」は万能でないということを強調しておきたい。

さらに、「第5章 新株予約権制度の問題点」の所で触れたように、今回、導入された新株予約権制度については、問題点が山積している。これらの問題について、今後、十分議論されることが望まれる。