

## ストック・オプションの制度・計画そして契約

龍田 節

- 一 はじめに
- 二 自社株方式と引受権方式
- 三 スtock・オプション付与契約
- 四 スtock・オプションの開示
- 五 おわりに

### 一 はじめに

一 平成九年に行われた商法改正の一つは、会社が取締役または従業員に株式を有利な条件で取得させるための、いわゆるストック・オプション制度を設けた。<sup>(1)</sup>これは初めての議員立法による商法の改正である。<sup>(2)</sup>

ここにいうストック・オプションは、会社から権利を与えられた取締役または従業員が、あらかじめ定められた対価（権利行使価格）を支払うことにより、その時の株価がいくらであろうと株式を取得することができるとい

う権利である。会社の業績が向上して株価が上昇すれば、低い権利行使価格によって安く株式を手に入れることができ、時価で株式を売却すれば値鞘を稼ぐことができる。ストック・オプションを持つ取締役・従業員は、会社の業績の向上を目指して努力するインセンティブを与えられる。

オプションとは選択権の意味である。<sup>(3)</sup> 証券の取引についてオプションというときは、株式など証券に関する売買契約や、日経三〇〇など指数の先物取引を、一方的に成立させることのできる権利を指す。<sup>(4)</sup> 市場で取引されるこのようなオプションは、証券の発行会社とは別の第三者(writer)が生み出し、対価(premium)をとって売られる。これに対し、本稿で取り上げるストック・オプションは、株式の発行会社を作り出し、取締役・従業員に無償で与える。権利行使価格や権利行使期間があつて、期間中の株価が期待通りでなければ権利を放棄すればよい点は共通するが、後述のようにストック・オプションは譲渡が禁止される。

## 二 本稿で使う用語を定義しておきたい。

「ストック・オプション制度」……法令が定めるストック・オプションの枠組。商法は自社株方式と引受権方式の二つを留意する。

「ストック・オプション計画」……右の枠組の中で、それぞれの会社が工夫をこらして作るストック・オプションの具体的なプラン。一般には、これを指すときにもストック・オプション制度ということが多い。

「ストック・オプション契約」……会社が設けたストック・オプション計画に基づき、株式を譲受けまたは引受ける権利を与えるために、会社と取締役・従業員との間で結ばれる契約。

「自社株方式のストック・オプション」……会社の保有する自己株式を、取締役・従業員が一定価格で譲受け

る権利を内容とする、ストック・オプションの制度・計画・契約または同契約に基づく権利。

「引受権方式のストック・オプション」……会社の発行する新株を、取締役・従業員が一定の発行価額で引受ける権利を内容とする、ストック・オプションの制度・計画・契約または同契約に基づく権利。

三 平成九年商法改正により株式会社一般にストック・オプションが導入される前に、類似の制度が一部の企業で行われていた。

(一) 新規事業会社 いわゆるベンチャー・ビジネスの人材を確保しやすくするため、「特定新規事業実施円滑化臨時措置法」(平成元年法五九号)が、引受権方式のストック・オプションの先駆けともいえる制度を設けた。

これは第三者に対する新株の有利発行の特例であり、通商産業大臣の認定を受けた事業者だけが利用できる(同法八条以下)。通常の有利発行(商二八〇条ノ二第二項)に対する最大の特徴は、この制度により取締役・従業員に発行できる株式の数を発行済株式総数の三分の一以内に抑える一方、株主総会決議の日から一〇年内(通常は六月内)に払込む新株について効力を認めたことである。これを利用して企業<sup>(5)</sup>の範囲は限られていたが、ストック・オプション制度を一般的に導入する商法改正の引き金になったといえる。

(2) ワラント債の利用 一部の企業は分離型の新株引受権付社債を機関投資家に発行し、新株引受権証券(ワラント)を買戻して取締役に付与することによって、実質的に引受権方式のストック・オプションを先取りした。<sup>(6)</sup>

四 本稿ではまず、商法が定めるストック・オプション制度を分析し、それに則り会社がストック・オプション

ン計画を設けるときの要件を検討する(第二節)。次いで、ストック・オプション計画を設けた会社が、取締役・従業員に権利を付与する契約について考察を加える(第三節)。そのあと、商法および証券取引法がストック・オプションについてどのような開示を求めているかを見る(第四節)。最後に、従来からある従業員持株制度や役員持株会とストック・オプションとを比較して結びに代える(第五節)。

(1) 平成九年法律第五六号による商法二一〇条の二の改正および二八〇条ノ一九以下の新設。商法は従業員といわずに使用人の語を用いている。これは従来から商法が使用人の語を用いてきたことによる(商四三条・二九五条など)。本稿では従業員と使用人の語を同じ意味のものとして用いる。

(2) 当時の与党三党のほか野党も加わった六党の共同提案であった。経緯などについては、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二頁(一九九七年)参照。

(3) 身近な用語には、車などの標準装備品以外でユーザーの希望により装着するオプションや、バック旅行に付随するオプションナルツァーなどがある。商取引では、ある商品を一定期間内、一定価格で売却・購入・賃借することができるとの権利の意味に使う。田中角栄元首相がからむロッキード事件では、航空機の購入に関してオプションの語が用いられた。

(4) 「有価証券オプション取引」の定義につき、証取二条一五項参照。一定価格で買うことのできる権利を買付選択権(call option)、売ることのできる権利を売付選択権(put option)と呼ぶ。従来行われていたのは指数先物のオプション取引であるが、個別の銘柄についてもオプション取引を認めるため、最近になって制度が整備された。田中健二「個別株式オプション取引の導入に向けて」商事法務一四六〇号一二頁(一九九七年)。シカゴ・オプション取引所(Chicago Board Options Exchange-CBOE)は、こうしたオプションの流通市場として一九七三年に創設されている。近頃、デリバティブ(金融派生商品)という言葉をよく目にするだろう。オプションはその主要な一つである。

なお、商品取引所法二条六項四号、金融先物取引法二条四項三号参照。

(5) 同様の制度を定めたものに「特定通信・放送開発事業実施円滑化法」(平成二年法三五号)がある。新規事業法およびこの法律は、平成九年商法改正と同時に改正され、新株発行の特例を新株引受権付与の特例に改め、非公開の認定会社は商法より広い枠(三分の一または五分の一)を認めるほかは、商法が定める引受権方式のストック・オプション制度を利用させることにした。

(6) ソニーは平成七年九月、一〇億円の分離型新株引受権付社債を発行し、ワラント部分を社内役員三六名に支給した。日本経済新聞一九九五年八月一日。権利行使価格は五三三〇円であり、同社の株価は当初五一〇〇円位でこれより低かったが、翌年一月には七〇〇〇円前後に上昇し、その時点で権利を行使すれば、一人平均八〇〇万円近い手取り利益が得られるといわれた。日本経済新聞一九九六年一月八日。

## 二 自社株方式と引受権方式

### 一 両方式間の選択

会社は、自己株式を取得して置き、それを一定価格で取締役・従業員に譲渡することにしてもよく(商二一〇条ノ二第一項二項三号)、発行価額の固定された新株引受権を取締役・従業員に与えることにもよい(商二八〇条ノ一九第一項)<sup>(7)</sup>。どちらもストック・オプションであり、付与された取締役・従業員にとっては、既に発行された株式を会社から譲受けるか、新株の発行を受けるかが違うだけである。

会社はどちらの方式を使ってもよいが、同時に両方を併用することは許されない(商二一〇条ノ二第五項・二八〇条ノ一九第五項)。どちらか一方を採用すればストック・オプションの用には足りるので、併用を認めないことにしたのであろう。会社が自社株方式・引受権方式のどちらかを実施している間は、別方式のストック・オプション

計画を重ねて採用したり、既存のものを別方式に切替えることはできない。自己株式の取得前または新株引受権の付与前であっても、権利行使期間内は実施の終了前に当たり、右の禁止に触れると解されている。<sup>(8)</sup>

自社株式方式のストック・オプションには、長期の自己株式保有に伴う危険が避けられない。そのこともあつて、自社株式方式の終了前でも、保有中の自己株式を消却し引受権方式に切替えることを認めるべきだと提言される。<sup>(9)</sup>安易な切替えを許さないことは、自社株式方式の採用を慎重にさせる効果を持つはずであるが、実際は後述のようにこの方式をとる会社が多い。権利行使期間を短くすることで危険を少なくしようとするようである。

## 二 ストック・オプション計画の設定

### 1 定款の定めと株主総会の決議——方式による決定方法の違い

自社株式方式のストック・オプション計画を設けるのに定款の定めは要らない。公開会社（上場会社または店頭登録会社）であれば、定時総会の普通決議で後記の諸事項を定めるだけでよい。非公開会社の場合は、会社が自己株式を取得する相手方（売主）が誰であるかも示した上、定時総会の特別決議で定める（商二一〇条ノ二第二項二号七項）。<sup>(10)</sup>

これに対し引受権方式のストック・オプション計画を設けるには、まず定款にその定めがなければならぬ（商二八〇条ノ一九第一項）。その上で、後記の諸事項について株主総会の決議で定めることが必要である。この総会は定時総会でなくてもよいが、公開会社でも特別決議によらなければならない（同条二項）。

ストック・オプション制度は平成九年改正によって導入されたものであり、引受権方式を採用するためにはどうしても定款を変更しなければならない。このことおよび公開会社にも特別決議が要求される点、なぜ自社株方

式との間にこれほどの差異が設けられたのだろうか。

前記の新規事業法は、新株有利発行方式のストック・オプションを定めた。第三者に対する新株の有利発行には、株主総会の特別決議が一般的に要求される（商二八〇条ノ二第二項）。特例措置であっても、この線上に設けられた新規事業法のストック・オプション制度に、同じ要件を課すことには理由がある。商法が導入した引受権方式も、新株の有利発行の場合と見て、等しく特別決議を要件として定めたことが考えられる<sup>(11)</sup>。

引受権方式のストック・オプション計画に特別決議が必要とされる理由はこれで一応説明できるとしても、なぜ定款の定めまで必要なかは依然として疑問である<sup>(12)</sup>。また、新株引受権の付与を有利発行と同じ扱いにするのが合理的かどうか、さらに、それが妥当であれば自社株方式のストック・オプションにも特別決議を要求する形で揃えることが考えられるところ、両方式の要件に差をつける合理的な理由があるかという問題が残る<sup>(13)</sup>。

ともかく、できあがった制度を見るかぎり、どちらの方式を採用するかによって、要件が大きく違う。引受権方式の方がはるかに厳格である。他の点に違いがなければ、企業としては緩やかな要件で採用できる方式を選ぶだろう。現に、ストック・オプション制度を設ける企業の多くが自社株方式を採用した<sup>(14)</sup>。

自己株式の取得には多くの弊害が伴うため、日本法は長い間これを厳しく制限してきた<sup>(15)</sup>。平成六年および平成九年の改正はこの制限を大幅に緩和し、取得禁止の例外を広い範囲で認めた。しかし、それは例外的に取得を認めることにより達成することのできる目的が高い価値を持つと考えたからであって、自己株式の取得そのもの、まして長期にわたる自己株式の保有が望ましいと考えたからではない。引受権方式の採用をことさら難しくすることによって、自己株式の長期保有を奨励する状況が生まれたのは困ったことである。

## 2 「正当の理由」と「必要とする理由」

「自社株方式・引受権方式どちらであっても、会社がストック・オプション計画を設けるには正当の理由が必要である。自社株方式の場合、「正当ノ理由アルトキハ」取締役・従業員に株式を譲渡するために自己株式を取得することができる（商二一〇条ノ二第一項）、引受権方式については、定款に定めがある場合にかぎり、「正当ノ理由アルトキハ」取締役・従業員に新株引受権を与えることができる」と規定されている（商二八〇条ノ一九第一項）。その上で、自社株方式の場合はストック・オプション計画について決議する定時総会に、「取締役又ハ使用人ニ株式ヲ譲渡スコトヲ必要トスル理由」を開示しなければならず（商二一〇条ノ二第二項後段）、引受権方式の場合も、特別決議で同制度を設ける株主総会に、取締役・従業員に新株引受権を与えることを必要とする理由を開示することが要求される（商二八〇条ノ一九第七項、二一〇条ノ二第二項後段）。

このように二段構えの理由が求められる。自社株方式について定める商法二一〇条ノ二は、従業員持株会に譲渡する自己株式の取得を認めるため平成六年改正で新設した同条に、ストック・オプション制度を盛り込むのに必要な修正を平成九年改正で加えるにとどめ<sup>(16)</sup>、その他の点は元のままで現在に至っている。「必要とする理由」の開示は平成六年改正が要求した。なぜそうしたかといえ、第三者に対する新株の有利発行につき同じ開示が要求されていること（商二八〇条ノ二第二項後段）にならったためである<sup>(17)</sup>。

「正当の理由」は第三者に対する新株の有利発行には要求されない。平成六年改正が商法二一〇条ノ二にこれを定めたのは、同条のもともとの立法趣旨が、従業員持株会に譲渡するための自己株式の取得を認めることにあるところ、従業員持株会を定義することが立法技術として困難であったため、「正当ノ理由アルトキハ」という法文を使ったことによる<sup>(18)</sup>。



引受権方式のストック・オプションについて、「正当の理由」の存在と「必要とする理由」の開示をなぜ要求したのかは明らかではない。おそらく、自社株方式の場合と単純に揃えたのであろう。引受権方式は新株の有利発行に近いといっているので、後者にならって「必要とする理由」の開示を求めることにしたと考えられるが、「正当の理由」についてはこれと同列には説明できない。一方、「正当の理由」が前記の経緯から法文化されたとしても、平成九年改正でストック・オプションが加わったことにより、商法二一〇条ノ二におけるその内容は変化した。まして、商法二八〇条ノ一九における「正当の理由」は従業員持株会とは無縁である。

ストック・オプションについて、これら二つの理由はどのように解釈すればよいか。「正当の理由」は、それが存在すること自体が要求されるのに対し、「必要とする理由」は、総会決議をする際に開示することが要求される。商法の改正法案が国会に提出された時の提案理由を見ると、関連箇所ではこう述べられている。「〔改正法案〕は、会社をめぐる最近の社会経済情勢等にかんがみ、ストック・オプション制度を整備することにより、株式会社の取締役及び使用人の意欲や士気を高め、かつ、優秀な人材確保の有効な手段として、企業の業績向上や国際競争力の増大に資するとともに、……（中略）……もって国民経済の健全な発展に寄与するためのものである<sup>19)</sup>」。

これはストック・オプションの効用を説いている。そのように有用な同制度を使うためであれば、自己株式を取得・保有することも、株主以外の第三者に新株引受権を与えることも結構だ、というところから「正当の理由」を導くことができる。つまり、商法二二〇条ノ二第一項では、（従前からの従業員持株制度などは別として）ストック・オプション計画のためにすることが、自己株式を取得する「正当の理由」であり、商法二八〇条ノ一九第一項でも同様である。これらの規定の下では、ストック・オプション以外の目的で、自己株式を取得したり取締役・

従業員に新株引受権を与えることは、「正当の理由」がなく違法である。

他方、「必要とする理由」は、個々の会社ごと、またその時々々の状況に照らして見るのが筋である。<sup>(20)</sup>しかし、前記提案理由が述べる効用は、どの会社にとっても、またいつでも望ましいことである。「必要でない」というのは、その会社では取締役・従業員の意欲や志気が十分に高く、それ以上高めなくてよいとか、優秀な人材はもうたくさんだとか、当社はいくら頑張ってもたかがしれているなど、通常は考えられないことである。したがって、前記提案理由にあるような効用を狙うのだけということを示せば、それで「必要とする理由」の開示があつたとするほかならう。

開示した理由が虚偽であれば、理由の開示がなかったことになるから、決議の方法が違法であり、ストック・オプション計画を定めた総会決議に取消原因がある。しかし、虚偽であることの立証は不可能に近い。普通の会社なら取締役・従業員の志気を高めたいし、優秀な人材を確保したいからである。<sup>(21)</sup>ストック・オプション計画がその会社に必要かどうか、計画の内容が志気高揚にふさわしいかどうかは、株主総会が判断して決めることである。開示された理由が虚偽か否かとは別の問題である。

### 3 決議事項

会社がストック・オプション計画を採用するに当たっては、一定の基本的な事項を株主総会の決議で定めることが必要である(商二一〇条ノ二第二項三号・二八〇条ノ一九第二項)。同計画に基づいて与えられるのが、自社株式の場合には既発行の株式を買受ける権利、引受権方式の場合は新株の引受権であるのに応じて、それらの事項に違いがあることは当然であるが、内容の大筋は両方式に共通する。各事項を順に見よう。

(1) 権利を付与される取締役・使用人の氏名 株式の買受権なり新株引受権を誰に与えるかを、ストック・オプション計画の設定に際し、総会決議で特定しなければならない。法文は「氏名」についての決議を要求する。立案者は、ストック・オプションを大勢に与える場合、付与される者の範囲が役職名などで特定されれば、必ずしも全員の氏名を列挙する必要はないとの見解を述べた。<sup>(22)</sup>これに対し学説は一般に、付与される者全員の氏名を明記するの でなければ、総会決議は無効になると解している。<sup>(23)</sup>

株式の買受権を与えるのは、総会決議後最初の決算期に関する定時総会の終結時まで(商二一〇条ノ二第一項)、新株引受権を与えるのは総会決議後一年内(商二八〇条ノ一九第六項)であるから、付与される取締役名を列挙することは難しくない。しかし、取締役全員とか常務以上などと示せば範囲は特定される。従業員についても、部長以上とか勤続△△年以上などと示せば範囲は特定される。<sup>(24)</sup>

こういう特定の仕方であれば、総会決議の時その地位になくても、後から昇進などによってその範囲に含まれるようになった人も、ストック・オプションの付与を受けることができる。氏名をすべて明記した決議が必要だとすれば、このような与え方は許されない。後から同等の地位についた人に付与するには、別のストック・オプション計画を新たな総会決議で設定しなければならない。

多数説のように全員の氏名を明記しない総会決議は無効だと解すると、そういう決議に基づく自己株式の取得は原則として無効であるが、会社が買主であることを売主側が過重失なく知らない場合は、多数説も取得は無効にしないだろう。取引所など公開市場での買付けはこうしてほとんどが有効になる。<sup>(25)</sup>自己株式の取得については会社が無効を主張できないとしても、氏名を明記しない総会決議が無効だとすれば、ストック・オプション計画の設定そのものが無効だから、取締役・従業員への株式譲渡も無効になりそうである。しかし、取締役・従業員

がその株式をさらに譲渡すれば、転得者は善意取得制度によって保護されるであろう。すると結果は次のようになるのだろうか。取締役・従業員から株式の譲渡を請求されても、会社は拒まなければならず、間違つて譲渡したときもその株式が取締役・従業員の手にあるかぎり、会社は返還を請求して、相当の時期に株式を処分しなければならぬ。取締役・従業員が株式を転売してしまっている場合は、転売価格と権利行使価格との差額を不当利得として会社は返還請求すべきであり、回収できない分については、無効の総会決議に基づく違法な業務執行をしたことの損害賠償責任を、取締役が会社に対して負うことになる。

引受権方式の場合はどうか。氏名を明記しない総会決議が無効だとすれば、この方式のストック・オプション計画の設定も無効であり、取締役・従業員が引受権を行使しても、会社は新株を発行してはならない。間違つて発行した新株が取締役・従業員の手にあるかぎり、会社は返還を請求し、遅滞なく株式失効の手続をとらねばならぬ。取締役・従業員が株式を転売してしまっている場合は、自社株方式について述べたのと同様に、差額の返還と取締役の賠償責任によって処理することになるのではなからうか。<sup>26)</sup>

ストック・オプションを付与すべき取締役・従業員の氏名以外の点についても、総会決議が無効であればこういう処理をしなければならない場合がある。しかし、付与すべき者の範囲が特定されながら、氏名の明記がないという理由だけで、右のような処理を要求することが合理的といえるだろうか。総会決議後に昇進などにより資格を得た者に、同一のストック・オプション計画の中で権利を与えることが、右に述べた処理に釣り合うだけの弊害を伴うとも思われない。立法論としては、「氏名」を「範囲」に改めるべきである。解釈論としては、ストック・オプションについてはそれを付与される者の範囲を特定することが重要であり、現物出資や財産引受(商一六八条五号六号)の場合にくらべ、個々の氏名が持つ重要さは著しく低いから、全員の氏名を明記しないことは総

会決議の無効原因となるほどの瑕疵ではない、と考えるべきではなからうか。

株主総会の議案に多数の氏名が列挙されていても、それがどういう人たちなのかの説明を受けなければ、その人たちにストック・オプションを与えるのが会社のためになるかどうか、株主としては判断のしようがない。それならば、煩瑣で意味の乏しい氏名の列挙よりも、どういう人たちに付与するかがわかる議案の書き方をすべきだろう。氏名という法文から離れることは否定できないが、解釈上も範囲の特定を重視する方がよいように思う。<sup>(27)</sup>

(2) 株式の種類と数(額面・無額面の別) 自社株方式の場合は、会社が取締役・従業員に譲渡する株式の種類と数を示し、引受権方式の場合は、取締役・従業員が引受権を行使したときに発行する株式の、額面・無額面の別、種類および数を示して決議する。自社株方式の場合も無額面株式が排除されるわけではないから、なぜ引受権方式についてだけ額面・無額面の別を明記せよというのか、その理由は明らかではない。おそらく、新株発行に関する多くの規定に額面・無額面の別という語が見られるから、それに合わせたにすぎないのであろう。しかし、できあがった規定を見るかぎり、額面株式と無額面株式の両方を発行している会社は、自社株方式をとる場合には、どちらの株式を取締役・従業員に譲渡してもよいことになる。引受権方式との間にこの差を設けることが合理的とは思えない。

取締役・従業員に譲渡するために会社が買受けることのできる自己株式は、発行済株式総数の一〇分の一を超えてはならず、取得価額の総額は配当可能利益の枠内に抑えることが必要である(商二〇条ノ二第一項三項)。これは自社株方式のストック・オプションに限らず、従業員持株会に譲渡するための分や永年勤続者などに譲渡するための分も含めた、合計株数について加える数量規制と財源規制である。

引受権方式の場合は、新株引受権の対象となる株式の総数が、発行済株式総数の一〇分の一を超えてはならな

い。別口のストック・オプション計画にかかる新株引受権について、まだ発行されていない株式があれば、それも含めてこの数量規制の枠に収める(商二八〇条ノ一九第三項)。ここで数量規制を加える理由は、株式の希釈化に歯止めをかけるためである。つまり、株主割当増資と違って特定の者に新株を発行するから、既存株主の持株比率が低下する。その上、発行価額が低いと一株当たりの価値も下がる。一〇分の一以内であればこの影響は大したことはないと考えたわけである。他方、引受権方式なら自己株式の取得に会社資金を使うことはないから、財源規制を加える必要はない。

(3) 権利行使価格 自社株方式については「譲渡ノ価額」、引受権方式については「発行価額」を、それぞれ総会決議で決める。株価がどれだけ高くなっても、ここで定められた金額を対価として、取締役・従業員が株式を入手できるところに、ストック・オプションの特色がある。ストック・オプション付与契約を結んだ取締役・従業員が請求すれば、会社はこの価額で、保有自己株式を譲渡したり新株を発行しなければならないところから、これを権利行使価格と呼ぶ。

権利行使価格はいくらでなければならぬか、それに関する直接の規定はない。これを付与当時の株式時価より高めに設定すれば、株価が権利行使価格を超えて上昇するまでは、ストック・オプションを行使しても利益は得られず、株価の上昇、したがってそれをもたらす会社の業績向上を目指して努力するインセンティブを、取締役・従業員に持たせる効果が期待できる。逆にこれを付与当時の株式時価より低く設定すれば、取締役・従業員は付与された直後にストック・オプションを行使して利益を得ることができるから、右の意味のインセンティブは期待できない。直ちに利益が実現できるこういうストック・オプションは、ご褒美ないしボーナスの一種であり、この場合のインセンティブは、付与対象に選ばれよう職務に努力させることである。

権利行使価格を総会決議当時の株式時価より低く定めることは、ストック・オプション計画として「正当の理由」を欠くものだから、そういう内容の総会決議は無効だとする見解がある。<sup>(28)</sup>ご褒美重視型は排除し、認めうるインセンティブの対象を狭く限定しようとする考えである。

ストック・オプションが付与された後に、会社が時価より低い価額で新株を発行すると、既存株式の価値が低下する。極端な話、一株を二株に分割すれば（一対一の無償交付も同じ）、一株の値打ちは半減する。そうなるための株式を取得するのに、ストック・オプション計画設定時に決めた権利行使価格そのままを支払うのでは不利である。転換社債や新株引受権付社債を発行するときは、株式価値が希釈化した場合に転換価額や発行価額を調整する計算式を定めておくのが通例である。ストック・オプションの権利行使価格についても、同様の定めをしておくのが合理的である。<sup>(29)</sup>

(4) 権利行使期間 自社株方式の場合は「其ノ権利ヲ行使スルコトヲ得べき期間」、引受権方式の場合は「新株ノ引受権ヲ行使スルコトヲ得べき期間」を、それぞれ総会決議で定める。どちらの期間も、その終期が総会決議の日から一〇年経過後の日であつてはならない(商二一〇条ノ二第四項・二八〇条ノ一第四項)。この期間制限は、ストック・オプションが株式の希釈化を招く可能性があるところから、むやみに遠い将来の株主までも拘束することがないように、設けられたものである。

自社株方式のストック・オプションを付与できるのは、定時総会決議の後最初の決算期に関する定時総会の終結時までの期間内に限る(商二一〇条ノ二第一項)。引受権方式のストック・オプションを与えるのは、総会決議後一年内に限られる(商二八〇条ノ一第九項)。一番遅い時期に付与するストック・オプションについても、最長約九年の権利行使期間を定めてよいことになる。この範囲内で、各会社が適当と考える行使期間を定めればよい。

権利行使期間を長くすると、会社業績の長期計画と結び付けやすい。権利行使価格を付与当時の株式時価より相当高く定めても、ストック・オプションによって利益を得る機会はそのうち巡ってくる可能性がある。それを目指して取締役・従業員が努力することが期待される。他方、あまりに遠い目標では、インセンティブ効果が結び付きにくいこともありえよう。また、権利行使価格を付与当時の株式時価より高くしないときは、利益を得る機会が早く到来し、多くの者が短期間のうちに権利を行使してしまい、それらの者にとって残存期間は意味がない。何かの事情でいつまでも権利を行使しない取締役・従業員が僅かでもいれば、会社が別方式のストック・オプション計画を新たに設定する妨げにすらなりかねない。

短い権利行使期間については右と逆のことがいえる。権利行使価格を付与当時の株式時価より相当高く定めると、行使の機会がないまま期間が経過してしまうことが多くなる。これでは志気は高揚されず、失望を招きかねない。権利行使期間を短くし、権利行使価格を付与当時の株式時価より高くしない場合、取締役・従業員に与えるインセンティブ効果はごく限られたものになる。株価の短期変動は会社の業績とは別の市場要因によっても起こることが多いから、こういうストック・オプションは取締役・従業員を株価の動きに過敏にさせるだけかもしれない。権利行使価格が付与当時の株式時価より低いなら、行使期間は一日あればよいはずであり、それより長い期間は、買受けなり払込みの資金を調達するための意味しかない。

権利行使期間の始期は、ストック・オプション付与の時と一致させる必要はない。付与後一定期間は権利行使できないことにし、その期間が経過した時から権利行使期間が始まるようにしてもよい。この場合も、権利行使期間の末日は総会決議の日から一〇年を超えてはならない。権利を行使できない期間を長く前に置けば、会社業績の長期計画と結び付けやすい点で、権利行使期間そのものを長くすると同様の効果を持たせることができ



る。不行使期間中に株価が値上がりしても、利益を実現することができるのはその経過後だから、多少の値上がりですぐにストック・オプションを使いきる行動が抑制され、インセンティブを長く持続させる効果はより大きいかもしれない。権利行使価格が低いストック・オプションは、早くそれを行使したい誘惑が強いだらうから、それを抑えインセンティブを持続させるには、不行使期間を前に置くのが効果的であろう。<sup>(30)</sup>

(5) 権利行使の条件 自社株方式の場合は「其ノ権利ノ行使ニ付テノ条件」、引受権方式の場合は「新株ノ引受権ノ行使ニ付テノ条件」を、それぞれ総会決議で定める。よく見られるものに次のような条件がある。

① 在職中にかぎってストック・オプションを行使することができる。この条件が付いてなければ、ストック・オプションを付与された取締役・従業員は、権利行使期間中であるかぎり、退職後も権利を行使することができる。権利行使期間の長いストック・オプションについては、退職後△年間に限り行使を認めるという条件を付けることも考えられる。退職後は職務について努力のしようがないから、退職後も行使を認めるストック・オプションは、ご褒美の意味合いが強くなる。もちろん、在職中の努力が退職後に報われるので、インセンティブの機能が失われるわけではないが、退職後の株価値上がり分は他人の努力に負うところが大きい。

② スtock・オプションは、それを付与された者にかぎり行使することができる。この条件が付いてなければ、付与された取締役・従業員が死亡しても、その相続人が権利を行使することができる。本人死亡後の株価値上がり分は他人の努力に負うところが大きく、相続人も行使できるストック・オプションにご褒美の意味合いが強くなることは(イ)の場合と同様である。ただ、本人が権利を行使する前に死亡した場合に、遺族らが利益を享受できないのでは、努力のし甲斐がないという感情も無視できない。努力のインセンティブを高めるには、相続人の権利行使も認める方がよさそうに思われる。

③ 総会決議では権利行使の条件を具体的に定めず、条件の内容は付与契約で定める旨を決議することがある。取締役の退職慰労金について、金額や支給方法などの決定を取締役に委ねると似ている。細目にわたる部分の決定は取締役会、さらには代表取締役<sup>(31)</sup>に委ねることが許されるだろうが、権利行使の条件を総会決議で定めよとする法の趣旨が没却されないよう、基本的な事項は総会決議で定めなければなるまい。何が基本的な事項かは難しい問題だが、ストック・オプション計画の性格を左右する要素、たとえば志気高揚重視型か褒美重視型かにかかわる前記①、つまり在職中の行使に限定する条件は、これに該当するのではないかと考える。

(6) その他 スtock・オプション計画の設定に当たり、総会決議で定めることを法が要求するのは、以上の(1)～(5)である。このほか、ストック・オプションが報酬の一形態であるなら、少なくとも取締役<sup>(31)</sup>に付与する分について、オプションの理論価格を示した上で総会決議をすべきだとする議論がある。

#### 4 定款記載事項

自社株方式のストック・オプション計画は、公開会社なら以上の事項を定時総会の普通決議で定めれば設定できるのに対し、引受権方式の計画の設定は、「定款二定アル場合二限り」(商二八〇条ノ一九第一項)、しかも常に株主総会の特別決議によらなければ定めることができない(同条二項)。既存の会社が新たに引受権方式のストック・オプション計画を設けるには、定款を変更してこれに関する定めをすることが必要である。ところが、定款に何を定めるべきかについて、商法は規定していない。

定款の定めとしては、会社が取締役または従業員に新株引受権を与えることができる旨を記載しておけばよいと思われる。勤労意欲を高めるためといったような目的とか、株主総会の特別決議によりというような設定の手

続などは、定款に記載してもよいが、そうするまでの必要はない。正当の理由があるときでなければストック・オプション計画を設定できないこと、および設定には株主総会の特別決議が必要なことは、商法がすでに規定しているから、それを重ねて定款に書くまでもない。

定款に定めを置いていない場合は、引受権方式のストック・オプション計画を株主総会の特別決議で設けたとしても、その設定は無効だと解するほかない。自社株方式との間にこれだけの差をつける合理的な理由がないことは前に述べたが、解釈でこの結論を覆すのは難しい。取締役・従業員に対する新株引受権の付与、その権利行使に基づいてなされた新株発行の効力などについては、ストック・オプション計画の設定を定める株主総会決議が無効であった場合と同様に考えるべきであろう。

(7) 自社株方式に関する改正規定は平成九年六月一日から施行されたのに対し、引受権方式に関する規定は同年一月一日から施行された。平成九年五月改正附則一条。前者の施行期日を早めたのは、大部分の会社が三月決算であり、六月中に定時総会を開くので、それに間に合わせようとしたためである。

(8) 法務省民事局参事官室編『一問一答 平成9年改正商法』三〇二頁、三二六頁（商事法務研究会、一九九八年）。

(9) 立法論として示唆するのは、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五頁（一九九七年）、北村雅史「ストック・オプション制度」ジュリスト一一一六号二八頁（一九九七年）。解釈による可能性を探るのは、証券取引法研究会「ストック・オプションに係る平成9年商法等の改正について（1）」インベストメント五一巻三号一二八頁（黒沼報告）（一九九八年）。

(10) 売主である株主はこの決議に際し議決権を行使することができない（商二二〇条ノ二第七項・二〇四条ノ三ノ二第三三こう四項四項）。公開会社も議案の要領を招集通知に記載しなければならず、さらに非公開会社の場合は招集通知

に他の株主も自分を売主に加えるよう請求できる旨を記載することが必要である。(商二二〇条ノ二第八項九項)。

(11) 証券取引法研究会(黒沼報告)・前掲注(9)一三七頁。参照。

(12) 「発行済株式の総数が増加して、株式の希薄化を招き、株主の利益に影響を与えるので」という説明もある。法務省民事局参事官室編・前掲注(8)三一〇頁。自社株方式の場合は発行済株式総数が増加しないことは確かである。

しかし、この理由によるなら、新株発行にはすべて定款の定めを要求しなければならぬ。持株比率の低下ではなく、安い対価のため株式全体の価値が下がることを問題にするのであれば(同書三二二頁・三二三頁はこれを含めて「株式の希薄化」という)、その意味の希薄化は自社株方式にも共通する。第三者に対する新株の有利発行については、「定款ニ之ニ関スル定アルトキト雖モ」、一定事項につき株主総会の特別決議が必要だと定められている(商二八〇条ノ二第二項)。定款がからむことは同じであるが、引受権方式につき定款の定めを要求するのは全く意味が違う。定款で第三者への有利発行を定め、以後は取締役会かぎりでも発行することにすると、あとから株主になった者の利益が尊重されない。株主構成は変化するから、その時々多数株主の意思が反映されるよう、有利発行の度ごとに特別決議を要求し、六月内に完了するものだけに効力を認めたのである。定款に定めがなくても、特別決議があれば第三者への有利発行はできる。引受権方式の要件を定款の定めプラス特別決議としたのとはわけが違う。

(13) 前田庸『会社法入門』(第5版)一八九頁(有斐閣、一九九七年)は、立法論として、公開会社の自社株方式ストック・オプションについても、特別決議を要求すべきだとする。ストック・オプション制度の立案者は、自社株方式については自己株式取得の面だけを考え、引受権方式については第三者に対する新株の有利発行との並びだけを考え、ストック・オプション制度全体の整合性は考えなかったものと推測される。従業員に譲渡するための自己株式は、公開会社なら定時総会の普通決議で取得することができ、ここへ取締役を加え限度枠を広げ、保有期間を伸ばすだけの改正に、要件を重くして特別決議を要求したのは、経済界の不評を買ったのかもしれない。そうだとすれば、従業員の福利厚生の一環である持株制度と、役員報酬の一形態である取締役のストック・オプション制度とは全く別

物なのに、従業員が共通するというだけでひとまとめにくくることが本来無理だ、と批判しなければならぬ。

(14) 一九九八年七月までの延べ数は、自社株方式が七三社なのに対し、引受権方式が二〇社である。〔商事法務一五〇一号四九頁(一九九八年)。施行時期のズレ(前掲注(7))が響いたことはもちろんであろう。〕

(15) 自己株式の取得に伴う弊害については、龍田節『会社法』(第六版、一九九八年)二二〇―二二二頁参照。

(16) 使用人のほか「取締役又ハ」を加え、数量の限度を一〇〇分の三から一〇分の一に拡大し、第二項に第三号を追加し、自己株式の保有期間を六か月から一〇年に延長するなど。

(17) 前田庸「商法及び有限会社法の一部を改正する法律案要綱について(上)」〔商事法務一三四六号一八頁(一九九四年)、吉戒修一「平成5年・6年改正商法」三七九頁(商事法務研究会、一九九六年)、江頭憲治郎・新版注釈会社法(第3補巻)七五頁(有斐閣、一九九七年)。〕

(18) 前田庸・前注所掲六頁、江頭・前注所掲六六頁。法文が「正当の理由」となった結果、従業員持株会に譲渡する場合に限らず、永年勤続者などに譲渡するための自己株式の取得も適法と解される。これらに加え、「特定の取締役または使用人に対しストック・オプションを与えること」によって会社の業績向上のためになる場合も含まれることになりました。〔法務省民事局参事官室編・前掲注(8)二九五頁。〕

(19) 略したところは、「株式の消却の手續に関する商法の特例に関する法律案」にかかわる部分である。

(20) 「必要とする理由」が個別企業の必要性の問題であることを指摘するのは、証券取引法研究会(森本発言)・前掲注(9)一四一頁。

(21) スtock・オプション以外の目的で自己株式を取得したり、新株引受権を与えるのは、前述のように「正当の理由」を欠き、違法な内容の決議であって無効である。うわべはストック・オプションであっても、自派勢力の増大や労働組合潰しのために使う場合も同様である。

(22) 衆議院法務委員会における保岡興治・衆議院議員の答弁。〔議員立法による商法改正国会審議録(抄)〕〔商事法務一

四五九号二八頁、三〇頁（一九九七年）、保岡興治・前掲注（二）六頁。同旨、法務省民事局参事官室「ストック・オプション制度に関する商法改正等について」ジュリスト一一一九号五八頁（一九九七年）。

(23) 下記（二）以下の事項も個々の取締役・従業員ごとに決議しなければならないとする説が多い。前田庸・前掲注（13）一八八頁、森本・前掲注（9）四頁、証券取引法研究会（黒沼報告）・前掲注（9）一三二頁、北村・前掲注（9）二七頁。  
 (24) 具体的な定めを取締役に委ねる形の総会決議でもよいことを示唆するのは、証券取引法研究会（河本発言）前掲注（9）一四五頁。

(25) 龍田節「違法な自己株式取得の効果」法学論叢一三六巻四・五・六号一四頁（一九九五年）。クロス取引で売主が悪意のため無効になることはある。相対取引などで自己株式の取得であることを売主が知っている場合は、適法な取得かどうかの調査義務を売主が負うが、重過失があつたときにかぎり取得を無効にするのがよからう。同上三五頁。なお、江頭・前掲注（17）六八頁参照。

(26) 新株発行無効の場合と見るなら、訴えに基づき判決が確定してから、株券提出の公告・通知をした上、取締役・従業員には払込額を払い戻し、転得者には必要な増減をした金額を支払い、それぞれ株券を回収することにならう（商二八〇条ノ一五―二八〇条ノ一八）。しかし、新株発行無効の訴えは、一回で多数の者に新株が発行される場合を予想した制度であり、一〇年にも及ぶ権利行使期間中にばらばらと発行される新株に適用するのは難しい。

(27) 龍田・会社法・前掲注（15）八七頁。

(28) 前田庸・前掲注（13）一八九頁、五四二頁。これに対し、証券取引法研究会（黒沼報告）・前掲注（9）一三二頁は、他の不当な目的が存在する場合に限って正当な理由を欠くとする。イギリスの Greenbury Report (1995) が、ストック・オプションの権利行使価格を付与時の時価より低く決めてはならないとしていることにつき、伊藤靖史「業績連動型報酬と取締役の報酬規制（二・完）」民商法雑誌一一六巻四〇七頁（一九九七年）参照。

(29) それが可能であることにつき、衆議院法務委員会における濱崎政府委員および菊池説明委員の答弁。国会審議録・

前掲注(22)二九頁。

(30) イギリスの Greenbury Report (1995) が、三年間は権利行使のできない期間を置くべきだとしていることにつき、伊藤靖史・前掲注(28)(二・完)四〇七頁参照。

(31) 黒沼悦郎「ストック・オプション制度と株主の利益」インベストメント五〇巻六号五頁(一九九七年)。理論価格の総額を示して決議しないと商法二六九条違反だという。ただし、証券取引法研究会(黒沼報告)・前掲注(9)一三五頁では立法論としてだけ主張されている。確かに、権利行使価格が株式の時価を上回るストック・オプションにも現在価値があり、それを算定する数式もある。著名な Black-Scholes モデルにつき、Brealey and Myers, Principles of Corporate Finance 577-579 (5th ed., 1996, McGraw-Hill)。しかし、こうして計算した理論価値は、その金額が取締役の懐に入るものではなく、会社がその出費を負担するわけでもない(会社がオプションを第三者に売ればプレミアム収入が得られるのに、取締役が無償で付与するためその分収入減だといえそうだが、そういう売却の可能性は初めから存在しない)。ストック・オプション計画および契約の開示は重要であり、取締役報酬の開示にはストック・オプションも含める工夫をすべきであるが、理論価値の表示を強制するのがよいかどうかは、慎重に検討しなければならない。お手盛りの危険にはストック・オプション計画の設定に総会決議を要求することで対処している。北村・前掲注(9)二九頁。アメリカの連邦証券取引委員会(SEC)規則は、次の記載方法のどちらかを会社が選択すべきものとする。①権利行使期間中に会社の業績が年率五%および一〇%で成長した場合に、ストック・オプションを付与された各役員が得ることのできる利益額を記載する方法。②ストック・オプション付与時における理論価値を記載する方法。Regulation S-K, Item 402(c)(2)(vi)。前記①の方法を選ぶ場合、権利行使価格がストック・オプション付与時の株価以上であれば、会社の業績の年成長率が〇%のときの役員利益予想額(当然ながらゼロ)を追加して記載することができ、Instructions to Item 402(c), 8b。

### 三 ストック・オプション付与契約

#### 一 契約の締結

前節に述べた手続に従って会社がストック・オプション計画を設けると、次のステップは取締役・従業員との間でストック・オプション付与契約を結ぶことになる。取締役・従業員はこの契約により初めてストック・オプションの権利を取得するのであって、単に同計画が設定されただけでは、会社に対し株式の譲渡なり新株の発行を請求することはできない。

ストック・オプション付与契約は、付与される取締役・従業員と会社との間で締結する。会社側を代表するのは代表取締役である。口頭による契約でも有効であるが、確実な証拠を残すため書面によることが望ましい。実際には、共通事項を印刷した契約書式に、必要事項を記入の上、両当事者が署名または記名捺印することになる。権利行使価格・権利行使期間・権利行使の条件などは、多くの会社において全員に共通であろう。これに対し、ストックストック・オプションの対象となる株式数などは、各人ごとに異なるので個別に記載することになると思われる。

付与契約の締結には時間の制約がある。自社株方式のストック・オプションを付与できるのは、定時総会決議の後最初の決算期に関する定時総会の終結時までであり(商二一〇条ノ二第一項)<sup>(32)</sup>、引受権方式のストック・オプションを与えるのは、総会決議後一年内に限られる(商二八〇条ノ一九第六項)<sup>(33)</sup>。

## 二 会社の履行体勢



取締役・従業員との間でストック・オプション付与契約を締結すれば、会社はそれらの者の権利行使に対応できる体勢を整えておかなければならない。

自社株方式の場合、取締役・従業員から請求されたときに譲渡できるよう、会社は自己株式を用意しておく。このための自己株式の取得は、ストック・オプション計画を定めた定時総会決議の後最初に来る決算期に関する定時総会の終結時までしかできない(商二〇条ノ二第六項)。権利行使期間が長く、何年にもわたって譲渡請求が見込まれる場合でも、また、数年間の不行使期間を前に置いている場合であっても、全部の自己株式を右のほぼ一年間に買付けなければならない。各年の予想必要株数に見合う自己株式をそのつど買付ける方法をとることは許されない<sup>(34)</sup>。

ストック・オプションを付与された者全員が早い時期に権利を行使するのではないかぎり、会社は長期にわたって自己株式を保有しなければならない。長年の間には株価が下落する危険も大きい。株価が権利行使価格を下回る事態になれば、ストック・オプションを行使する者はいない。会社は自己株式を抱えたまま権利行使期間の終期を迎える。期間経過後、会社は残った自己株式を相当の時期に処分しなければならない(商二一条)。処分価格が取得価格を下回れば、その差額は会社の損失となる。

引受権方式の場合は、新株引受権が行使されるつど、新株を発行すればよい。ストック・オプションが行使されないまま権利行使期間が経過しても、会社の発行済株式総数が増加しないだけであり、会社が右のような損失を被る危険はない。

新株引受権が行使されると、会社はそれに応じて新株を発行しなければならないから、まだ行使されていない新株引受権に見合う数の株式を発行することができるよう、未発行株式の枠を権利行使期間中確保しておくこと

が必要である（商二八〇条ノ二三第四項↓二三二条ノ二第三項）。

### 三 権利の行使

引受権方式のストック・オプションを行使するには、請求書を会社に提出しなければならない（商二八〇条ノ二第二項）。権利を行使する取締役・従業員は、この請求書に引受ける株式数と住所を記載して署名する（同条四項↓一七五条一項<sup>(35)</sup>）。

自社株方式のストック・オプションについて、権利行使の方法に関するこのような定めはない。各会社が独自に定めればよい。引受権方式の場合と同様の請求書によることとするのが無難であろう。

新株引受権を行使するときは、払込取扱銀行に発行価額（権利行使価格）の全額を払込む（商二八〇条ノ二第二項二項）。取締役・従業員はこの払込をした時から株主になるが、それが株主名簿の閉鎖期間中であれば、議決権を行使できるのは名簿再開後である（同条四項↓三四一条ノ六）。

自社株方式の場合、権利を行使した取締役・従業員は会社から株式を譲受ける。この場合の株式に関する権利の移転にも株式譲渡に関する規定が適用されるが、若干の修正が必要であろう。会社からの譲渡も株券の交付によつて行う（商二〇五条一項）。株主名簿の名義書換え後でなければ株式の移転を会社に対抗できない点（商二〇六条一項）はどうか。会社が譲渡しておきながら、名義書換えがないことを理由に、譲受人の株主資格を否定するのはおかしい。ストック・オプションの行使（譲渡の請求）には、名義書換えの請求も含まれていると見るべきではなからうか。一般には、株式の譲受人が自分の名義に書換えることを強制されることはないが、それは書換手続に手間取って転売の時期を逃さないためであり、株主名簿に名前が出ることに不利益が伴うからではないだろう。

(脱税は保護すべき利益ではない)。ストック・オプションに基づいて会社が株式を譲渡する場合、改めて株券の呈示を受けて審査する必要は考えられず、名義書換えの上株券を交付するのに手間は取らないはずである。

一般の株式譲渡では、代金の支払いと引換えてなくても、株券の交付があれば譲渡の効力が生じる。ストック・オプションの場合、売買代金(権利行使価格)の後払い(賞与から差し引くなど)が許されるか。会社が保有する自己株式の譲渡を、新株発行に準じるものと見るなら、株金払込みと同様の厳格な扱いが必要だともいえる。しかし、自己株式の処分一般についてそのように要求されているわけではなく、ストック・オプションの場合だけ区別すべき理由も見当たらない。もつとも、売買代金の後払いを認めることは会社からの信用供与であり、譲受人が取締役の場合は、会社を代表した取締役および賛成した取締役が、弁済されない額について無過失責任を負う(商二六六条一項三号二項三項)。

#### 四 権利の譲渡

取締役・従業員に与えられた株式の買受権および新株引受権は、譲渡することができない。明文規定は新株引受権についてだけ置かれているが(商二八〇条ノ二〇)、規定のない自社株方式の場合も同様である。ストック・オプションは職務に努力するインセンティブを持たせる狙いで与えるのであって、付与された取締役・従業員本人が株価上昇の利益を享受するのでなければ意味がないからである。もちろん、権利を行使して取得した株式の譲渡は、一般の株式譲渡と同じルールの下でできる(定款に譲渡制限を定める会社では取締役会の承認が必要)。

株式の買受権や新株引受権が譲渡されても、その譲渡は無効であり、会社はストック・オプション譲受人の請求に応じて株式を譲渡したり新株を発行してはならない。会社が間違つて請求に応じた場合、その効力がどうな

るかは難しい問題である。原則は、ストック・オプション譲受人に対する会社からの株式譲渡も新株の発行も無効と解するほかない。しかし、会社から間違つて譲渡した自己株式が転売されると、転得者が善意取得制度によつて保護されることには、ほぼ異論がないのではなからうか。引受権方式の場合、間違つて発行された新株そのものが無効だから、それについて善意取得はありえないとすることは、理論的には筋が通るが、自社株方式の場合と区別するだけの合理性があるかはきわめて疑わしい。実際の処理としては、この場合にも善意取得制度を類推適用し、遡つて新株発行の瑕疵の治癒を認めるのがよいと思われる。

株式の買受権や新株引受権が譲渡できないなら、これらについて担保権を設定することも許されないであろう。他方、これらの権利の差押えは可能だと思われる。<sup>(37)</sup>取締役・従業員がストック・オプションを代理人によつて行使することはできるのであろう。そうすると、権利行使のための代理権を与える形で、株式の買受権や新株引受権を実質的に譲渡したり担保に入れたりするのを是認する結果になる。これを脱法行為として無効にしなればならないかどうかは、ストック・オプションの譲渡禁止を支える政策的理由がどれほど強いものかにかかろうが、社会的弊害をもたらすとも考えられない。譲渡や担保化するだけの価値があるストック・オプションを与えるられたことには、過去の努力に対するご褒美の意味もあるだろう。買付けや払込みの資金を調達しないでも利益を享受できるのであれば、形式的に適法な代理権の授与によつてそれを実現することを、脱法行為とまでいわずに、少なくともよいのではなからうか。

(32) 自社株方式のストック・オプション計画を設け、自己株式を取得したが、付与契約を結ばなかった場合は、次期

定時総会が終結すると、オプションの行使がないことに確定するから、相当の時期にその株式を処分しなければならぬ。法務省民事局参事官室編・前掲注(8)三〇六頁。付与契約を締結しても、権利行使期間内に取締役・従業員が権利を行使しなければ、会社は用意した自己株式を相当の時期に処分しなければならない(商二二一条)。これらの処分は、資本の額や発行済株式数を変えない点を除くと、実質的に新株発行と同じである。処分価格・割当方法・公示などについて、新株発行と同様の規制を加える必要がある。前田庸・前掲注(13)一八一頁、一九九頁。

(33) 商法二八〇条ノ二第四項は二八〇条ノ二第一項四号を準用する。新株の発行価額のうち、一部を資本に組入れず資本準備金とする場合は、事前の取締役会決議が必要であるが、ストック・オプション計画を定める株主総会より前の取締役会で決めてもよい。法務省民事局参事官室編・前掲注(8)三三三頁。発行価額の全額を資本に組入れるなら、この取締役会決議は必要ではない。

(34) 自己株式の取得は前述のように数量・財源の規制を受ける(商二一〇条ノ二第三項)。ストック・オプション計画を設ける定時総会決議の時には要件を満たしていても、年度末に配当可能利益を割り込むおそれがあれば、実際の買付けはできない(商二一〇条ノ四第一項。取締役の責任、同条二項三項)。権利行使期間内に会社の財務内容が回復しても、一年が経過した後に買付けることはできない。付与契約の締結後にこういう事態が起これば、権利を行使されると会社は債務不履行に陥る(もつとも、権利行使価格を低く定めていないかぎり、そういう事態で株価が権利行使価格を上回ることあるまい)。必要な株式の買付けを終えてから付与契約を結ぶか、付与契約に解除条項を入れておくか、定時総会当時に右のようなおそれが少しでもあれば自社株方式の計画を避けるのが安全であろう。なお、定時総会から次の定時総会までには決算期を一回通過するが、この決算期経過後から次の定時総会終結時までの間(三月決算の場合は四月一日から六月下旬)は、翌年度末の財務状態を予測すべきだといわれる。前田庸・前掲注(13)一六六頁、一九八頁、森本滋・新版注釈会社法(第三補巻)九三頁(有斐閣、一九九七年)。文言からすればこう解釈するほかないが、合理的な規定とは思われない。決算期の直後、あと短期間で決算が出るという時期に、確度の高い予測

を無視し、遠い次年度末の子測に基づいて行動せよと要求することになるからである。

(35) この場合は代表取締役が新株を発行し、改めて取締役会決議は必要でない。法務省民事局参事官室編・前掲注(8) 三二〇頁。

(36) 法務省民事局参事官室編・前掲注(8) 二九三頁。自社株方式の買受権については、付与契約で譲渡性を認めてよいとする考え方もある。証券取引法研究会〔黒沼報告〕・前掲注(9) 一三三頁。

(37) 取締役・従業員がストック・オプションを行使して取得した株式は、問題なく差押えることができる、未行使のストック・オプションを、債権者が取締役・従業員の意思に反して行使させる方法はないから(債権者代位権に基づいて行使できるか?)、債権者にとって株式の差押えが可能なだけでは不十分である。ストック・オプションの競落人が自分の名でそれを行使できるのでなければ、差押えを認める意味は乏しいだろう。

#### 四 ストック・オプションの開示

##### 一 ストック・オプション開示の意味

ストック・オプションに関する情報の開示には次のような意味がある。第一に、会社の株式の状況を明らかにすることである。時価より低いことが見込まれる権利行使価格により、会社が株式を譲渡ないし発行する義務を負っていることは、株式の価値が希釈化される可能性を示すものである。これは現在の株主だけでなく株式市場にとっても重要な情報である。

第二は報酬のあり方を透明にすることである。これには二つの面がある。(イ)開示を通じて間接に、取締役の報酬が過大なるのを防ぐ。(ロ)ストック・オプション計画が、取締役および従業員の勤労意欲を高めるのにふさわしい内容のものかどうかについて、判断の資料を提供する。適切なインセンティブの仕組みの存否は、研究

開発費の大きさと同じように、その会社の将来を占う投資判断材料の一つである。

第三は、自社株方式をとる会社について、自己株式にかかわる取引の公正さを保つことである。ストック・オプション用の自己株式は、数量枠が大きく、保有期間も長いから、不適正な扱いがされないよう、開示を通じて監視する必要度が高い。

## 二 商法上の開示

### 1 株主総会の招集通知

ストック・オプション計画については、その設定に株主総会決議が必要とされる関係で、事前にかなり詳細な開示が要求される。すなわち、ストック・オプション計画に関する議案の要領を招集通知に記載しなければならず（商二〇条ノ二第八項・二八〇条ノ一九第七項）、前述の総会決議事項ごとに、会社が定めようとする内容をそこに記載することが必要である。したがって、権利を付与される取締役・使用人の氏名、株式の種類・数、行使価格、行使期間、権利行使の条件については、総会の招集通知によって開示されることになる。総会の招集通知であるから、これを受けるのは現在の（株主名簿上の）株主に限られる。また、総会が議案に修正を加えて決議した場合は、出来上がったストック・オプション計画の内容は招集通知に記載されたものと異なる。総会に出席しなかった株主は、多くの会社が慣行として送っている決議報告によって、修正の有無を知ることができる。<sup>(38)</sup>

### 2 商業登記

引受権方式の場合は、総会決議で定められたストック・オプション計画の内容の一部が、登記によって開示さ

れる。商業登記簿に記載されるのは、新株引受権の目的たる株式の額面・無額面の別、種類、数、発行価額（権利行使価格）、および新株引受権の行使期間（権利行使期間）である（商二八〇条ノ二第二項。付与される者の範囲は示されない）。さらに、取締役・従業員が新株引受権を行使したときは、新株引受権の目的たる株式の数が減少し、発行済株式の総数と資本の額が増加するから、それぞれについて変更の登記をしなければならぬ（商一八八条二項五号六号三項・二八〇条ノ二第三項↓六七条<sup>39</sup>）。そのかぎりで権利行使の状況も開示される。登記簿は株主に限らず誰でも閲覧することができる（商登一〇条<sup>40</sup>）。

登記をするには登録免許税を支払わなければならない。僅かではあるがこの分、引受権方式は自社株方式よりコスト高になる。<sup>(41)</sup>

### 3 株式申込証

引受権方式のストック・オプション計画を設定する場合はこのほか、「其ノ規定」を株式申込証に記載すべきものとされており（商一七五条二項四号ノ三）、これは登記事項にもなっている（商一八八条二項三号）。「其ノ規定」といえばストック・オプション計画の内容を指すとも読めそうであるが、株式申込証に長文の同計画を書くよう求められていると思われず、同じ表現を使った他の記載事項（商一七五条二項三号四号ノ二・五号六号）との並びから考えて、定款の規定を指すものと解される。前述のように、引受権方式のストック・オプション計画を設定するには定款の定めが必要であり（商二八〇条ノ一九第一項）、この定めを置いたときはそれを株式申込証に記載し登記せよということである。そこから得られる情報は、会社は引受権方式のストック・オプション計画を設定することがありうるということにとどまる。



4 計算書類

(1) 貸借対照表 ストック・オプションのために会社が取得した自己株式は、貸借対照表の資産の部のうち、投資等の部に他の株式と区別して記載する（計算書類規則二二条の二。なお、一二条括弧書参照）。取引所の相場がある株式かどうかは問わない。自己株式は従来、流動資産の部に他の株式と区別して記載するものとされ、現在も原則は変わっていない（計算書類規則一二条）。ストック・オプションのために取得した自己株式は、保有期間が最長一〇年にも及ぶため、短期保有の流動資産扱いは不適切なので別にした。<sup>(42)</sup>

引受権方式のストック・オプション計画を設けた会社は、取締役・従業員に与えた新株引受権について、貸借対照表に注記しなければならない（計算書類規則三五条の二）。それが行使されると資本の額や株主の持株比率を変動させる。その意味で潜在的な株式であることは、新株引受権付社債の新株引受権と同じであり、重要な財務情報として開示が要求される。注記の内容については定めがない。引受権が行使されたときに発行すべき株式の内容、新株引受権の残高、権利行使価格が記載事項として例示されている。<sup>(43)</sup>

(2) 営業報告書 取締役・従業員への譲渡を含む一定の自己株式取得については、取得の事由ごとに営業報告書での開示が要求される（計算書類規則四五条一項八号の二・三項）。ストック・オプションは従業員持株制度などとは趣旨・要件が異なるので、同じ商法二一〇条ノ二第一項の中でも後者とは区別して、以下の事項を営業報告書に記載しなければならない。<sup>(44)</sup>

① ストック・オプションのためにその営業年度中に取得した自己株式の種類・数および取得価額の総額、② その営業年度中にストック・オプションとして取締役・従業員に譲渡した自己株式の種類・数および譲渡価額の総額、<sup>(45)</sup> ③ 決算期に保有するストック・オプション用の自己株式の種類および数。非

公開会社の場合はこのほか、④ストック・オプションのためにその営業年度中に取得した自己株式の売主も記載する。これらをストック・オプションの権利者ごとに分けて記載する必要はないであろう。<sup>(46)</sup>

(3) 附属明細書 ストック・オプションまたはそれにかかわる自己株式や新株引受権について、附属明細書への記載を直接求める規定はない。他方、どの規模の会社も、次の事項を附属明細書に記載しなければならぬ。①取締役との間の取引及び第三者との間の取引で会社と取締役との利益が相反するものの明細(計算書類規則四七条一項一〇号)。②取締役に支払った報酬の額(同項一一号)。法務省令の起草者は、ストック・オプションを右の①に含める考えのようである。

すなわち、ストック・オプションに関する総会決議が幅のある定め方をしているとき、取締役への付与契約は自己取引に該当し、取締役会の承認が必要であるとともに、具体的に付与された権利の内容を附属明細書で明らかにすることによって、会社に不利な取引がされていないかどうかの判断材料を提供させるのだという。<sup>(47)</sup> 取締役報酬としての開示は考えられていないわけである。<sup>(48)</sup>

## 5 監査報告書

大会社の監査役会の監査報告書には、自己株式の取得・処分に関する取締役の義務違反が、特記事項の一つとされている(大会社の監査報告書に関する規則七条一項四号)。もちろん、義務違反がなければこの記載をする必要はないが、その場合を含め、監査方法の概要は必ず記載しなければならない(同条二項)。ストック・オプションにかかわる自己株式は量が多く、保有期間も長いから、不正に利用される危険が大きい。とくに処分が適法になされたかどうかの監査が重要である。

### 三 証券取引法上の開示

#### 1 発行開示の要否

ストック・オプションの付与が募集・売出しに該当する場合は、それについて有価証券届出書の提出など発行開示の必要性が問題になる。ごく大ざっぱにいつて、引受権方式は新株引受権を与える方法による新株の発行にかかわるから、ストック・オプションを与えられる者が50名以上なら募集、自社株方式は既発行株式の売付けにかかわるから、50名以上で均一の条件によるなら売出しである。<sup>(49)</sup>募集・売出しに該当すれば、総額（＝権利行使価格×株式数）が一億円以上るとき、会社は有価証券届出書を大蔵大臣に提出するとともに、ストック・オプションを付与される取締役・従業員に目論見書を交付しなければならない（証取四条一項・一五条<sup>(50)</sup>）。

分離型の新株引受権付社債を発行し、新株引受権証券（ワラント）を会社が買戻して取締役・従業員に与える方式のストック・オプションについても、右と同様の扱いがなされる。ただ、この場合の発行開示は、新株引受権付社債の発行に関する有価証券届出書において行<sup>(51)</sup>う。

#### 2 有価証券報告書（有価証券届出書）の記載

会社がストック・オプション計画を設けたときは、有価証券報告書に一定の記載をしなければならない。また、会社が別の募集・売出しをするときも、有価証券届出書にストック・オプション関連の記載をする必要がある。この点に関する記載は両書類に共通しており、ここでは有価証券報告書について述べる。<sup>(52)</sup>

(1) 有価証券報告書の第一部「企業情報」第1「会社の概況」5「株式の状況」の中に⑤「ストック・オプ

〔表1〕

当社はストックオプション制度を採用しております。当該制度は、商法第210条ノ2第2項の規定に基づき、当社が自己株式を買付ける方法により、平成〇年〇月〇日における取締役及び勤続〇年以上の従業員に対して付与することを、平成〇年〇月〇日の定時株主総会において決議されたものです。当該制度の内容は次のとおりです。

| 付与の対象者             | 株式の種類 | 株式数 | 譲渡の価額 | 権利行使期間                | 権利行使についての条件          |
|--------------------|-------|-----|-------|-----------------------|----------------------|
| 取締役<br>(〇名)        | 普通株式  | 〇〇株 | 〇〇円   | 平成〇年〇月〇日～<br>平成△年△月△日 | 株価が〇円以上となったときに限り行使可能 |
| 勤続〇年以上の従業員<br>(△名) | 普通株式  | △△株 | △△円   | 平成〇年〇月〇日～<br>平成△年△月△日 | 従業員が死亡した場合には相続人が行使可能 |

「ストックオプション制度」の項を設け、ストック・オプション制度を採用している旨、当該権利の付与の対象者、株式の種類、株式数、譲渡の価額又は発行価額、その権利行使期間、権利行使についての条件（当該権利の付与の対象者ごとに条件が異なる場合には、対象者ごとの条件）等を記載する。<sup>(53)</sup>これについては通達が、「おおむね次のような記載をするものとする」として、〔表1〕のような記載例を掲げている。<sup>(54)</sup>

(2) 同じく第一部第1にある3「資本金の推移」の項には、引受権方式のストック・オプション計画を定めた場合、「提出会社に対して新株の発行を請求できる権利」が存在しているものとして、未行使新株引受権の対象である株式の総数、権利行使価格および資本組入額を注記しなければならない。<sup>(55)</sup>

(3) 有価証券報告書にはまた、第一部第1・5の2「取締役又は使用人への譲渡及び利益による消却に係る自己株式の取得等の状況」という項目がある。<sup>(56)</sup>これが次のように細分される。(1)前授権期間における

自己株式の取得等の状況（イ）取締役又は使用人への譲渡のための取得の状況、ロ）利益による消却のための買受けの状況、ハ）取得自己株式の処理状況）、（２）当定時株主総会における自己株式取得に係る授権状況。これらは表形式で示すようになっており、授権決議、取得した自己株式、処分した自己株式などにつき、それぞれ内訳ごとに株式数や金額などを記入する。前記（２）では、発行済株式総数に対する割合や、取締役・使用人に株式を譲渡することを必要とする理由も記載する。<sup>(57)</sup>

（４）このほか、一部の有価証券届出書と有価証券報告書には、引受権方式のストック・オプションについての記載が要求される。それは初めて株式を公開する会社が最初に一回だけ使う様式である。そこには「株式公開情報」の中に「特別利害関係者等の株式等の移動状況」、「第三者割当等の概況」および「株主の状況」という項目があり、それぞれに「提出会社に対して新株の発行を請求できる権利」が存在しているものとして、未行使新株引受権の対象である株式の総数、権利行使価格および資本組入額を注記しなければならない。<sup>(58)</sup>とくに「第三者割当等の概況」のところでは次の記載が要求される。すなわち、引受権方式のストック・オプション計画を定めた特別決議日ごとに、新株の種類、新株発行予定数、発行価格、資本組入額（未定の場合はその決定手続等）、発行価額の総額、資本組入額の総額および発行予定期間を記載するとともに、権利行使に応じて新株を発行したときは、商法二八〇条ノ一九第二項に基づく旨を示して、第三者割当等による新株発行があつたことを記載する。<sup>(59)</sup>

### 3 自己株券買付状況報告書

公開会社が自社株方式のストック・オプション計画を設けたときは、自己株式を買付たか否かにかかわらず、ほぼ三月ごとに自己株券買付状況報告書を提出しなければならない（証取二四条の六）。その記載内容は、有価

証券報告書の第1「会社の概況」5の2「取締役又は使用人への譲渡及び利益による消却に係る自己株式の取得等の状況」の前記内容と似ている。<sup>(60)</sup> この報告書には、「取締役又は使用人に新株の引受権を与えることを定めている場合はその規定を記載すること」にもなっている。<sup>(61)</sup>

#### 4 その他

以上に述べたことのほかにも、ストック・オプション計画の設定は、インサイダー取引・公開買付け・大量保有報告などのかかわりで、考慮すべき問題を生じるだろう。気の付いた点を列挙してみる。<sup>(62)</sup>

(1) インサイダー取引 引受権方式のストック・オプションは株式の発行（証取一六六条二項一号イ）、自社株式のそれは自己株式の取得（同号ハ）の点で、省令の定める軽微基準に該当しないかぎり、どちらも会社の業務等に関する重要事実である。<sup>(63)</sup> したがって、その公表前は関係者の証券売買等が禁止される（同条一項）<sup>(64)</sup>。発行会社自身は、自社株式ストック・オプション計画設定の総会決議についての公表があれば、具体的な自己株式買付けの決定は未公表であっても、自己株式を売買することができるが（同条六項四号の二）、具体的な買付計画を知った取締役・従業員など会社関係者は、それが未公表の間に売買してはならない。<sup>(65)</sup>

証券取引所はこれとの関連で、適時開示を上場会社に要請している。自社株式の場合は、ストック・オプション計画の設定を総会に付議することを決定した時に、計画の内容や譲渡の理由を開示すること、権利行使期間中の各決算期および中間決算期に、権利行使に備えて保有する自己株式の数を決算短信などで示すこと、自己株式の買付可能期間満了前に買付けを終了すれば、その旨を適時開示することなどを求める。引受権方式の場合は、ストック・オプション計画の設定を総会に付議することを決定した時に、計画の内容や譲渡の理由を開示するこ

と、権利行使期間中の各決算期および中間決算期に、権利行使による新株の発行状況を決算短信などで示すことを求めるが、定款の変更のみを決定した場合の開示は任意でよいとする。<sup>(66)</sup>

他方、ストック・オプションを与えられた取締役・従業員が、その権利行使によって株式を譲受けたり引受けすることは、インサイダー取引禁止の適用を受けない(証取二六六条六項一号二号の三)。たとえば、新製品の企業化や業務提携などの重要事実が未公表の間に、それを知った取締役・従業員がストック・オプションの権利を行使することは差し支えない。

また、公開会社の取締役は、会社の株式や新株引受権などを売買した月ごとに報告書を大蔵大臣に提出しなければならず(証取一六三条一項)、六月内の売買で得た利益は会社に返還しなければならないが(証取一六四条一項)、ストック・オプションとして会社から株式を譲受ける権利を取得すること、およびこの権利を行使して株式を買付けることは適用除外とされ、報告の必要もなければ、差益返還の義務も生じない。<sup>(67)</sup>

(2) 公開買付け 取締役・従業員に譲渡するための自己株式は、公開会社の場合、市場買付けのほか公開買付けによっても取得することができる(商二〇条ノ二第一〇項)。発行会社がこの目的のために自己株式の公開買付けをする場合は、利益消却のためにする場合と同じく、証券取引法二七条の二二の二以下の規定に従ってしなければならない。この手続その他守るべきルールは、第三者が行う公開買付けの場合とほぼ同様である。<sup>(68)</sup>

ストック・オプション用の自己株式を得るために発行会社が行う公開買付けでは、公開買付開始公告に、目的としてその旨を掲げるとともに、ストック・オプション計画について定めた定時総会の決議内容と、それに基づいてすでに買付けた株式の種類・数・価額の総額を掲げることが必要である。<sup>(69)</sup> 公開買付届出書の「買付けの目的」欄にも、「取締役又は使用人に譲渡する目的」が加えられた。<sup>(70)</sup>

発行者以外の者が行う公開買付けについては、ストック・オプションの存在が株券等所有割合の計算に影響を及ぼす<sup>(71)</sup>。株券等所有割合を計算するとき、株式だけでなく新株引受権も含めるほか、現に所有していなくても法律上引渡しを受ける権利を持つ分を合算する<sup>(72)</sup>。そのため、ストック・オプションの株式譲渡請求権や新株引受権は、ともかく株券等所有割合の算式に入れなければならない。もつとも、これを入れるか入れないかで5%や三分の一の基準を超えたり超えなかつたりすることは少ないだろうし、ストック・オプションを与えられた取締役・従業員が公開買付者やその特別関係者になることはもつと稀であろう<sup>(73)</sup>。

(3) 大量保有報告(5%ルール) ここでは株券等所有割合に代えて株券等保有割合という概念が使われる。報告の対象は公開会社の株式や新株引受権などである。共同保有者の分も含め、株券等保有割合が5%を超えることとなった者は、大量保有報告書を大蔵大臣に提出しなければならない(証取二七条の二三第一項)。その後、株券等保有割合が1%以上増減することに、変更報告書を提出する義務を負う(証取二七条の二五第一項)<sup>(74)</sup>。

株券等保有割合の計算は単純ではない。現に所有していなくても法律上引渡しを受ける権利を持つ分を合算するし、新株引受権は株券に換算して計算式の分母と分子に加える<sup>(75)</sup>。ストック・オプションが存在すると、それを付与されていない株主にとっては、分母だけが大きくなるから、5%や1%を超えにくくする方向に働く。ストック・オプションを付与された取締役・従業員が相当の株主でもある場合は、逆に基準を超えやすくする方向に働くだろう。

(38) 引受権方式の場合は、新株発行としての公告・通知(商二八〇条ノ三ノ二)が必要だとする説もある。証券取引



- 法研究会〔黒沼報告〕・前掲注(9)一三六頁。招集通知に議案の要領を記載することがこれに代わるものであろう。
- 同研究会〔森本発言〕一五五頁は登記が代替手段だとする。
- (39) 変更登記は一月分をまとめて月末にすればよい(商二八〇条ノ二第四項↓二二二条ノ七)。新株引受権の行使による変更登記の申請書には、所定の請求書の提出があったことを証する書面と、払込取扱銀行の保管証明を添付しなければならぬ(商登八二条の二)。
- (40) 登記簿の附属書類についても、利害関係のある部分は閲覧できる(商登一〇条後段)。前注に掲げた添付書類は登記簿の附属書類になると思われる。どの範囲の者がこれについて利害関係を認められるかは明らかではないが、この添付書類を見れば、誰が新株引受権を行使し、いくら払込んだかがわかる。
- (41) 本店所在地での登記は一件九万円、支店所在地では一件九〇〇〇円である。登録免許税法(昭和四二年法三五号)〔別表第二〕一九号(一)チ。
- (42) 平成九年法務省令四二号による改正。中井隆司「商法改正に伴う計算書類規則の一部改正」商事一四六〇号三頁(一九九七年)。そこでは、取締役・従業員に譲渡するために取得できる自己株式の数量枠が一〇%と大きいことも理由に掲げるが、数量の多寡と流動資産・投資の振り分けとは無関係ではなからうか。
- (43) 中井・前注所掲三頁。計算書類規則三五条の二も平成九年法務省令四二号によって改正された。
- (44) 中井・前掲注(42)五頁。
- (45) スtock・オプションが行使されないまま権利行使期間が経過した分の自己株式については、市場での売却など通常の処分方法による(商二二一条参照)。処分と並べて「又は株式失効の手續をしたもの」が掲げられているが(計算書類規則四五条一項八号二)、失効手續をとるのは消却のために取得した自己株式に限られよう。
- (46) 中井・前掲注(42)五頁。
- (47) 中井・前掲注(42)五頁。前記(1)貸借対照表の記載を補完する意味があるとされる。同上六頁。

(48) SEC規則によるストック・オプションの開示については前に一部触れた。役員報酬の開示規制全体については伊藤靖史「業績連動型報酬と取締役の報酬規制(一)」民商法雑誌二一六巻二号二三五頁―二三九頁(一九九七年)参照。

(49) 「企業内等の開示に関する取扱通達について」(平成五年蔵証第四七一号。平成九年蔵証第九〇〇号により改正。以下では「開示通達」と略称する) 2-1。募集(証取二条三項)の定義、および売出し(同条四項)を含め発行開示の必要な範囲はきわめて複雑であり、勧誘を受ける者の数だけでは決まらない。非勧誘者の自衛能力とか、証券が転売により拡散する可能性など、いくつもの要素を足したり引いたりした末に決まる。龍田『証券取引法I』九二頁以下(悠々社、一九九四年)参照。もつとも、ストック・オプションを与えられるのは取締役・従業員であり、適格機関投資家でないことは確かである。公開会社の場合は、少数の者に発行した株式も広く拡散する可能性が高いとして、五〇名未満が相手の勧誘も募集と見てしまう。証取施行令一条の七、開示通達2-1第三文。ストック・オプションとして与えられる新株引受権は譲渡できないが、それを行使して発行される株式には譲渡性があるから、結局、公開会社が引受権方式のストック・オプション計画を設けるときは、付与される取締役・従業員の数にかかわらず募集だということになる。これに対し売出しについては、公開会社か非公開会社かで区別しない。自社株方式のストック・オプションは、均一の条件で五〇名以上に与える場合だけが売出しに該当する。

(50) 従来は五億円以上であったが、「金融システム改革のための関係法律の整備等に関する法律」(平成一〇年法一〇七号。以下では「金融システム改革法」と略称する)により、一億円以上に改められた(平成一一年四月一日から施行。同法附則一条二号)。引受権方式で総額が一億円未満であれば、有価証券通知書を提出するだけでよい。総額が一〇〇〇万円(この金額は、改正法施行前の省令改正により変更される可能性がある)以下ならその必要もない。証取四条五項但書、企業内容等の開示に関する省令(昭和四八年大蔵省令五号―以下「企業開示省令」と略称する)。ストック・オプション関連の改正は平成九年大蔵省令四七号による) 四条四項。非公開会社が五〇名未満を相手にする

新規発行証券の勧誘は募集ではないから、引受権方式の場合、総額は一億円以上でも有価証券通知書を提出するだけでよい。自社株方式の場合、公開会社・非公開会社の区別なく、総額一億円以上の売出しに当たれば有価証券届出書の提出と目論見書の交付が必要であるが、会社が取締役・従業員に譲渡する株式が届出等による開示済みのものである場合は、売出しでありながら有価証券届出書ではなく有価証券通知書で足りる。証取四条一項一号四項〜六項。

(51) 開示通達・前掲注(49) 2-1-2が2-1-1を準用。小山茂「商法改正・株式消却特例法の制定等に伴う企業内容等の開示に関する省令等の改正」(上) 商事法務一四五九号一八頁(一九九七年) 参照。

(52) 企業開示省令は、有価証券報告書および有価証券届出書につき、発行会社の性格の違いに応じてそれぞれ複数の様式を用意する(同省令八条・一五条)。証券取引法の上で有価証券届出書(証取五条)が有価証券報告書(証取二四条)より先に現れるため、企業開示省令もまず有価証券届出書(基本は第二号様式)について定め、共通する点是有価証券報告書(基本は第三号様式)に準用している。このように規定の仕方は有価証券届出書が中心であるが、有価証券届出書は募集・売出しの時だけ提出するのに対し、有価証券報告書は事業年度ごとに提出しなければならない、ほとんどの公開会社にとって有価証券報告書を作成する機会の方が圧倒的に多い。なお、目論見書にも有価証券届出書と同じ記載をしなければならない。

(53) 企業開示省令第三号様式「記載上の注意」(ホ)(11)。有価証券届出書については、同省令第二号様式「記載上の注意」(ラ)(10)。ここにいう「ストック・オプション制度」は、本稿でいう「ストック・オプション計画」の意味である。なお、有価証券報告書の記載内容の概略については、龍田節「証券取引法I」一九四頁参照。

(54) 開示通達・前掲注(49) 24-10による5-12-2の準用。そこには次のなお書が加えられている。「譲渡の価額又は発行価額が一の有価証券市場の一日における最終価格等に一定率を乗ずる方法により決められている場合には、譲渡の価額又は発行価額としてその旨を記載するものとする」。これは、権利行使価格を確定した金額で示すのではなく、ある時の株価の△△%などと定めた場合のことである。

- (55) 企業開示省令第三号様式「記載上の注意」(ハ)(4)。有価証券届出書については、同省令第二号様式「記載上の注意」(ホ)(3)。小山・前掲注(51)一七頁参照。
- (56) 平成九年改正前は「使用人への譲渡及び利益による消却に係る自己株式の取得等の状況」という項目名であった。頭に「取締役又は」を加えただけであり、記載内容も改正前とほぼ同じである。
- (57) 企業開示省令第三号様式「記載上の注意」(ホー4)(2)。有価証券届出書については、同省令第二号様式「記載上の注意」(ラー4)(5)。
- (58) 開示通達・前掲注(49)5—53—2、24—10。この記載が要求されるのは、上場・店頭登録をしようとし、株式公開のために募集・売出しをする内国会社が提出する有価証券届出書(第二号の四様式。企業開示省令八条二項)、および上場・店頭登録をしたことにより初めて継続開示義務を負うことになった内国会社が提出する直前事業年度の有価証券報告書(第四号様式。企業開示省令一五条一号ロ)である。新規公開に際しこれらの様式により、発行会社と密接な関係のある者(特別利害関係者等)の持株などについて特別の開示を求めるのは、公開前後の激しい値動きにからむ不明朗な取引を防ぐためである。龍田『証券取引法I』一六七—一六八頁。
- (59) 開示通達・前掲注(49)5—55—2、24—10。「第三者割当等」とは、株主割当以外の方法すべてを指す。企業開示省令第二号の四様式「記載上の注意」(ヌ)(1)(a)。
- (60) 企業開示省令第十七号様式。自己株券買付状況報告書については、龍田『証券取引法I』二八九頁参照。
- (61) 企業開示省令第十七号様式「記載上の注意」1末文。株式申込証の場合と同じ表現であるが(商一七五条二項四号ノ三)、自己株券買付状況報告書の場合は、単に引受権方式のストック・オプション計画を定めた旨だけではなく、その基本的な内容も記載することが必要であろう。
- (62) 以下の記述は、金融システム改革法・前掲注(50)によって改正された証券取引法(原則として平成一〇年一二月一日から施行)の規定に基づいてするが、関連する政省令の改正はまだ公表されていないので、現行の政省令規定を

もとに推測を交えて述べる。

(63) 株式の発行については、発行価額の総額が五億円未満であると見込まれることが、軽微基準に該当する。「会社関係者等の特定有価証券等の取引規制に関する省令」(平成元年大蔵省令一〇号。以下では「内部者規制省令」と略称する) 一条の二第一号イ。前述のように(注(50))、発行開示の基準が五億円から一億円に変わったのに伴い、ここでの軽微基準も一億円未満とされる可能性がある。自己株式取得の決定については軽微基準の定めがなく、すべて重要事実である。

(64) 公表の意味については、証取一六六条四項、証取施行令三〇条参照。取締役・従業員は退職後も一年内は同じ規制を受ける。証取一六六条一項柱書後段。

(65) 自己株式取得の決定について、発行会社自身と会社関係者として売買解禁の時期をずらせた経緯について、龍田「証券取引法Ⅰ」二九一頁〜二九二頁参照。株式発行の決定については自己株式買付けのような問題がなく、適用除外規定もないので、引受権方式ストック・オプションの場合の解禁時期は、会社も会社関係者も同じであろう。

(66) たとえば、東京証券取引所「商法改正等に伴う自己株式の取得等に関する適時開示の要請について」(平成九年五月二八日) 商事法務一四五八号三〇頁(一九九七年)。

(67) 証取一六三条一項但書・一六四条八項、「上場会社等の役員及び主要株主の当該上場会社等の特定有価証券等の売買に関する省令」(昭和六三年大蔵省令四〇号) 四条一―一五号・一五号・五条。引受権方式の場合については、これに対応する明文規定はないが、新株引受権の付与やその行使に対する新株の発行は、証取一六三条・一六四条の「買付け」ではないと見て、同じ結果を導くのであろう。そうでなければ、自社株方式との差が大きすぎる。

(68) 証券を対価とする交換オプファが認められないこと、意見表明報告書や特別関係者についての規制がないことなど、第三者が行う公開買付けと違った点もある。龍田「証券取引法Ⅰ」二八七頁。

(69) 証取二七条の二二の二第二項↓二七条の三第一項、「発行者である会社による上場株券の公開買付けの開示に関する

る省令」(平成六年大蔵省令九五号。平成九年大蔵省令四七号により改正) 四条三号四号。

(70) 前注所掲の省令第一号様式「記載上の注意」。小山・前掲注(51)一七頁参照。

(71) 株券等所有割合は次の基準に使われる。①公開会社の株券等を市場外で一〇名超から買付けるには、買付者とその特別関係者の株券等所有割合の合計が5%を超える結果になるかぎり、公開買付の方法でしなければならない。(証取二七条の二第一項三号)。②一〇名以下からの買付であっても、買付者とその特別関係者の株券等所有割合の合計が三分の一を超える結果になるかぎり、公開買付の方法でなければならない(証取二七条の二第一項四号、証取施行令七条四項)。

(72) 証取二七条の二第一項三号八項一号、証取施行令六条一項・七条三項。株券等所有割合については、龍田『証券取引法Ⅰ』二二三頁～二三五頁参照。

(73) 公開買付者とその特別関係者は、併せて株券等所有割合を計算されるほか(前掲注(71))、公開買付期間中、別途買付けを禁止される。しかし、ストック・オプションの権利を行使することはこの禁止に触れない。証取二七条の五第一項一号三号、証取施行令一二条三号。

(74) 保有株券等の総数が変わらないのに、株式消却などのために株券等保有割合が5%超になっても、大量保有報告書の提出義務はない。保有総数に変化がなければ変更報告書の提出義務もない。他方、大量保有報告書に記載した重要事項に変更があつた場合は、増減がなくても変更報告書を提出しなければならない。また、未公開株式が上場または店頭登録されると、5%超の保有者に大量保有報告書の提出義務が生じる。龍田『証券取引法Ⅰ』二六一頁以下参照。

(75) 証取二七条の二三第三項四項、証取施行令一四条の六。株券等保有割合の計算式については、龍田『証券取引法Ⅰ』二五九頁。

## 五 おわりに

ストック・オプション制度の導入は、日本の企業にどのようなインパクトを与えることになるだろうか。同制度の考察を終えるにあたり、前節までの解釈論とは少し違った角度から眺めておきたい。

一 スtock・オプション制度は、取締役・従業員の勤労意欲を高めるために導入された。ストック・オプションの付与によって、企業の業績向上に対する彼らの関心が強まり、企業の収益性向上に反映することが期待されている。同じ効果が期待されるものに、従業員持株制度や役員持株会がある。これらとストック・オプションとの異同はどういう点にあるのだろうか。

従業員持株制度には勤労者財産形成の狙いもあるが、勤務先企業の株式を財産とすることにより、会社の業績向上↓株価の上昇↓財産の増価という図式が描けるので、株式を多く持てば業績向上に対する熱意が高まるであろう。この狙いはストック・オプションと共通する。

他方、従業員持株制度の場合、株価が上昇すれば、従業員が株式を買付けるには高い代金を支払わなければならない。奨励金として補助を与える会社が多く、その金額は会社によりまちまちであるが、その金額または株価に対する比率は会社ごとに一定である。つまり、従業員は時価よりは少し安く株式を買付けることができるにしても、株価の上昇にほぼ並行する対価を払う必要がある。これに対し、ストック・オプションなら、自社株方式でも引受権方式でも、権利行使価格は一定している。株価上昇の幅が大きければ大きいほど、その時点で権利を行使する者が得る利益は大きい。

逆に株価が下落した場合、それが権利行使価格以下なら、ストック・オプションを持つ者は権利を行使しない。

行使すると損失を被る。従業員持株制度の場合は、毎月決まった数の株式を買付けることにし、株価が下がっても買う例が多い。<sup>(76)</sup> 株価が低くてもそれなりに奨励金の補助があるから、その時点で従業員は損をしない。ストック・オプションを持つ者が権利を行使して株式を手に入れた後は、株価が下がると損、上がれば利益を受ける点、従業員持株制度の場合と異なる。

従業員持株制度は、その適用対象を絞ることがあるにしても、全員に近い大勢の従業員に適用するのが普通だろう。ストック・オプションはどちらかといえば、限られた範囲の従業員に与えることが多い。<sup>(77)</sup> 範囲の絞り方には、①インセンティブ効果の大きい従業員を選ぶ方法と、②功績の大きかった従業員を選ぶ方法とがある。①は志気高揚重視型、②はご褒美重視型のストック・オプションと、それぞれ結び付きやすい。<sup>(78)</sup> そして、インセンティブ効果の大きい従業員を選別するのは難しからうから、①では付与される者が多数になりがちではないか。幹部従業員（部長以上など）に付与する例がよく見られるが、その狙いと効果は明らかではない。おそらく、各自の指揮下にある多数の部下を叱咤激励するインセンティブ効果と、高い地位に昇進するまで会社に尽くした貢献に報いるご褒美の意味と、両方の狙いが込められているのではないかと想像する。いずれにしても、付与される者の範囲を地位の高さだけで決めることにより、会社の業績向上に結び付く効果が期待できるかは疑問である。

二 取締役のストック・オプションと役員持株会との異同についても、従業員につき右に述べたところとほぼ共通する。ただ、従業員持株制度のように会社が奨励金を支給することはない。したがって、役員持株会の場合には取締役の報酬規制にかかわることはないが、ストック・オプションではその点が問題になりうる。

日本の会社に在職する取締役は、外国にくらべ一社当たりの数が通常著しく多い。そのため、ストック・オプションを付与すべき取締役の範囲を絞る動機が働く。取締役全員に万遍なく与えるのは、インセンティブ効果を



狙いながらも、選別基準を見いだせなかつたことの現れではなからうか。役職によつて區別するのは(常務以上など)、ご褒美としての報酬上乘せの色彩が濃いように思われる。

アメリカなどでは、ヘッドハンティングの語に象徴される経営者の転職が多い。そういう所では、有能な経営者を引き抜くため、あるいは引き留めるために、高額報酬の一構成要素としてストック・オプションが付与される。会社の業績向上について目標値を掲げ、それに見合う合理的な報酬であるかどうかを事前に吟味するだけでなく、所定の期間が経過した後目標の達成度を審査し、任用を継続する場合の報酬を決める資料にする。これが報酬委員会の重要な仕事である。日本では経営者の流動性が乏しく、ストック・オプションが右のような機能を持つとは考えにくい。あるいは、ストック・オプション制度の導入が契機となつて、経営者の流動化が促されるのかもしれないが、そうなれば日本の企業社会にとつて大きな革命である。

役員持株会には監査役も加入する。インサイダー取引規制の適用除外は監査役にも及ぶ。<sup>(79)</sup>これに対し、ストック・オプションの付与を受けることができるのは「取締役又ハ使用人」と明定されており、監査役が入る余地はない。監査役は会社の業績向上に貢献する立場にはないとの方の考え方であろう。この考え方の当否はさておき、社外取締役制度を導入してアメリカ式の監査委員会を設けることになれば、そのメンバーである取締役はストック・オプションの付与対象から除くのであらうか。

三 権利行使価格が低くかつすぐに行使用することのできるストック・オプションは、右から左に利益が実現される、典型的なご褒美である。新株の有利発行と同様、これを与えられた者は追加ボーナスを得て喜ぶ。反面、選に洩れた者はなぜかと考えるだろう。志気の低下や妬みなどマイナス要因にもなりかねない。ご褒美重視型のストック・オプションについては、説得力のある選別基準を設けることが重要である。

権利行使価格が高い、あるいはずっと先に行使期間が始まるストック・オプションは、株価が上昇していれば志気高揚の効果を發揮する。裏目に出て株価が低迷したり下落すると、その効果も怪しい。とくに、権利行使価格に達しないまま行使期間が経過すれば、職務に傾注した者の失望は大きい。過去に転換社債の転換権や新株引受権付社債の引受権が行使されないままに終わった例はいくつかある。

裏目に出たとき会社が受ける痛手は、自社株方式の場合とくに大きい。権利行使に備えて保有する自己株式を安値で処分しなければならぬからである。鳴り物いりで導入されたストック・オプション制度であるが、要するに諸刃の剣である。経営環境を冷静に観察し、各企業の実情に合う使い方をすることが大切であろう。

(76) インサイダー取引規制の適用除外を確保するためである。証取一六三条一項但書・一六四条八号・一六六条八号、内部者規制省令・前掲注(62)六条三号〜六号、「上場会社等の役員及び主要株主の当該上場会社等の特定有価証券等の売買に関する省令」(昭和六三年大蔵省令四〇号。平成九年大蔵省令四六号により改正。以下では「内部者報告省令」と略称する)四条二号〜五号。

(77) 多数説のように、ストック・オプション計画を設ける株主総会決議の議案で、付与される取締役・従業員の氏名を個別に示さなければならぬとすれば(前掲一頁参照)、数千人・数万人の従業員に付与することなど、そもそも商法自体が予定していないというべきだろう。

(78) 志気高揚重視型とご褒美重視型については、前掲一四頁〜一五頁参照。

(79) 証取一六三条一項但書・一六四条八項・一六六条六項一号二号の三、内部者規制省令・前掲注(62)六条三号〜六号、内部者報告省令・前掲注(76)四条一―一号一―二号・五条。ここにいう役員とは取締役および監査役である。