

# 改正されたストック・オプション制度

## 「新株予約権の有利発行」としての位置付け、 企業の資本政策に広がる活路

株式会社タクトコンサルティング 公認会計士・税理士 後 宏治

2002年11月に成立した商法改正により、ストック・オプション制度が改正、拡充された。インセンティブとして利用される制度趣旨に変わりはないが、新株予約権制度の創設により、商法におけるその位置付けは「新株予約権の有利発行」とされた。

新しいストック・オプション制度では、これまでに比べ大幅に使い勝手がよくなったこと、企業の資本政策における選択肢が増えたこと、また、当該権利行使時の時価について、ブラック＝ショールズ・モデル等による合理的な算定が前提とされたことが特筆されよう。

ただし、非公開会社における運用、税制上の取扱いについては明らかにされておらず、補完が待たれるところである。

### ストック・オプションとは

株式会社の役員や従業員に対し、報酬の一部としてその会社の株式を購入する権利を与え、経営や勤労に対するインセンティブとする制度を、一般にストック・オプション（Stock Option）という。その権利を付与された者は、あらかじめ定められた価額で、あらかじめ定められた期間内に、会社から一定数の株式を取得することができる。

ここで、あらかじめ定められた価額を「権利行使価額」といい、あらかじめ定められた期間を「権利行使期間」という〔図表1〕。

つまり、ストック・オプション制度のなかで、取締役等は安い権利行使価額で株式を購入する権利を与えられ、権利行使期間中に株価が上昇すれば、その時点において安い価額で株式を取得することができる。

このようなストック・オプションが利用される典型的な局面は次の2つである。

まず1つは、公開会社において取締役等に株価上昇（これは株主の利益である）への意欲を喚起するため用いられる局面である。

たとえば、ある役員に会社の株式を50円で取得する権利を与えたとする。その役員の努力により会社の業績が飛躍的に伸びて、5年後に会社の株式の価値が500円になった場合、役員はそのときに株式を購入する権利を行使して、50円の現金を支払うことで株式を取得し、それを500円で売却することにより450円の利益を得ることができる。その役員の貢献で株価が上がるほど、その役員の得る利益は大きくなるため、一生懸命に努力しようとするであろう。ストック・オプションはこのように役員、従業員の業績向上につながる努力を引き出すための報酬制度として利用できる。

もう1つは、ベンチャー企業で現金報酬の補完として用いられる局面である。企業の成長には優秀な人材の確保が不可欠である。しかし、ベンチャー企業では、将来の成長への期待はあるものの、十分な報酬を支払うための資金が不足していることが通常である。このような会社では、貢献度の高い役員や従業員にストック・オプションを付与しておき、公開を果たしたときに、莫大なキャピタルゲインを与えることができる。資金的余力のないベンチャー企業にとって、実際の現金支出を伴わないストック・オプションは、優秀な人材を確保する手段として非常に有用である。成長度合いと株価の上昇は一般的に比例すると考えられるため、伸び盛りのベンチャー企業にとって、その効果は大きなものになる。また、この制度は同じ意味で人材流出を防ぐ手段として利用できる。

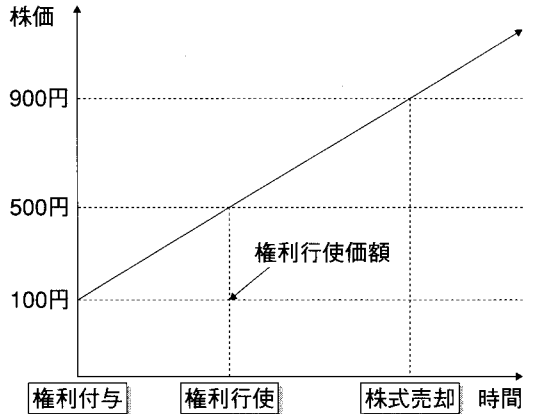
これらの場合、ストック・オプションはあくまで株式を購入する「権利」である。したがって、権利を行使するかどうかはその者の任意であって、義務ではない。会社が公開して、会社の株価の値上がり益がある場合にはじめて報酬を得ることができる。逆に、会社の業績が悪化したり、株式公開に失敗したりした場合は、ストック・オプションを行使しても無駄になる。

その場合、権利行使をしなければ、損失は負わない。つまり、損失リスクが限定されているが、会社の業績発展や株式公開による利益を享受できることから、役員や従業員の勤労意欲を向上させ、同時に、会社への帰属意識を高めることが可能なのである。

### 改正前商法では3つの形態

改正前商法には、会社の取締役または従業員に対するストック・オプションとして、①自己株譲渡方式、および、②新株引受権方式の2種類が規定されていた。実務の一部では、この他に、③擬似ワラント方式がとられていた。

〔図表1〕 権利行使価格



ここで、簡単に改正前商法のストック・オプション制度を説明する。まず、①自己株譲渡方式は権利行使に応じて自己株を譲渡する方法であり、導入時には定時株主総会の付与決議が必要とされた。また、②新株引受権方式は権利行使に応じて新株を発行する方法によるもので、導入に際しては事前に定款を変更し、その上で株主総会の特別決議が必要であった。さらに、③擬似ワラント方式は、会社が分離型新株引受権付社債を発行して、社債部分を発行後すぐに会社が買い入れて消却し、ワラント（新株引受権）部分のみを役員や従業員に譲渡する方式である。

旧商法ではオプション部分の単独発行が認められていなかったため、この方式には、「全体的に観察すると脱法行為だ」という批判があった。そのため、一般には①自己株方式か②新株引受権方式がとられていた。

ところで、2001年6月に成立、10月に施行された改正商法（6月改正商法）により金庫株制度が創設、自己株方式の関連条文が削除され使えなくなった。その結果、新株引受権方式のストック・オプションのみが利用可能になった。ところが、新株引受権方式には付与対象者、付与数、行使期間等につき制限があり、非常に利用しづらいものであった。すなわち、これまでのストック・オプションは自社の取締役および

〔図表2〕ストック・オプション制度の新旧比較

付与対象者	自社の取締役・ 使用人のみ	子会社の取締役・ ・使用人・弁護 士などへ拡大
付与株式数		
発行済株式の 1/10以内	旧法	
授權資本の範囲内		新法

(注) 権利行使期間は10年間から無期限に

従業員にしか与えることができず、付与数も発行済株式総数の10分の1以内とされ、行使期限も10年以内と限定的であった。

## 商法改正により変わる位置付け

2001年11月21日に参議院本会議で、ストック・オプションの制限撤廃などを盛り込んだ改正商法が可決、成立し、2002年4月1日から施行される(以下、11月改正商法)。

11月改正商法は今回、新株予約権制度を新たに創設している。新株予約権とは、会社に対して一定の期間内に、あらかじめ定められた価額で新株の発行を請求することができる権利で、この権利が行使されたとき、会社はその権利者に対して新株を発行し、または、これに代えて自己株式を移転する義務を負う。その上で、従来のストック・オプション制度の本質を「新株引受権の有利発行」と位置付け、新株予約権制度の創設に伴い、新しいストック・オプション制度を「新株予約権の有利発行」と構成することにした。

したがって、11月改正商法におけるストック・オプション制度を理解するためには、まず、新株予約権の内容を把握しておかなければならない。

## 新株予約権の意義と新しい活用方法

新株予約権の定義は上述のとおりであるが、従来の「新株引受権」との関連を整理しておく必要がある。

旧商法において「新株引受権」と呼ばれたも

のには、性質の区分により次の2種類のものがあった。すなわち、①ストック・オプションと新株引受権付社債における新株引受権および②株式発行に付随する権利としての新株引受権である。

まず、①の新株引受権は、新株の発行とは別に付与または発行され、その付与または発行を受けた者がその権利を行使することにより新株が発行されるものである。他方、②の新株引受権は、閉鎖会社における既存株主の新株引受権など、発行される新株を優先的に引き受ける権利であって、新株発行手続きの一環としてなされるものである。

したがって、その権利行使は通常新株発行と近接してなされるものである。このことから、①の新株引受権は、新株発行契約の予約権としての性質を有すると評価される。

11月改正商法は、上記の①と②を区別し、①を新株予約権と呼び、②を従来どおり新株引受権と呼ぶことにしている。

この改正で注目すべきは、この新株予約権を単独で発行することが可能になった点である。改正前は、ストック・オプションで付与する場合を除き、新株引受権付社債・転換社債として発行するしかなかった。つまり、原則として「新株引受権」を単独で発行することができなかったのである。11月改正商法では、この点を改めて、新株予約権を単独で発行できることとした。また、新株予約権は、新株予約権証券に有価証券化され、その権利そのものが単独で譲渡できるようになった点も注目に値する。

こうして新株予約権が創設されたことで、今後次のような利用が可能と考えられる。

(1) 社内・外の役員・従業員、外部コンサルタント等に対するストック・オプション

従来からあるインセンティブとしての報酬制度であるが、後で述べるように、従来の制限が撤廃されているので、利用しやすいものになっ

ている。

## (2)資本提携手段としての利用

提携先や取引先との提携強化目的のために、新株予約権を付与することが可能である。たとえば、一定割合の株式を引き受け、資本の提携を行う会社が、将来、さらなる株式の取得を望む場合に、オプションとして新株予約権を発行してもらうことにより、柔軟で機動的な資本提携が実現できる。

## (3)ベンチャー投資としての利用

未公開企業に対するベンチャー投資を行う会社（VC）は、一定の数量の株式を引き受ける条件として、将来の自己の持株比率を高めることを希望することがある。たとえば、10%の割合の株式を引き受ける代わりに、将来、20%まで株式を保有する権利を確保しておく場合のオプションを希望したり、VCが資金融資を行う場合にその条件としてその会社の株式を取得するオプションを希望したりする場合である。この場合にも新株予約権は有用である。従来の転換社債や新株引受権付社債の発行と同じ効果が見込まれるが、付与するオプションの総額に規制がないため使い勝手のよいものになっている。

## (4)社債とセットにした新株予約権付社債としての利用

社債に新株予約権を付与することにより、旧商法でいう「転換社債」や「新株引受権付社債」を発行することができ、資金調達に用いることが可能である。さらに、他の金融商品と組み合わせ、多様で柔軟な資金調達に利用されることが期待されている。

## (5)銀行融資の担保としての利用

会社が資金調達を行うにあたり、銀行等に対して新株予約権を有利な条件で付与して融資を受けることも可能である。新株予約権そのものに独立した経済的な価値があると商法は考えており、そうであるならば、新株予約権は融資に

際して一定の担保としての機能を果たすことになるであろう。

## (6)M & Aの防衛策としての利用

特定の株主（＝乗っ取り屋）が一定の割合以上の株式を取得した場合や、TOBが開始された場合を新株予約権の行使条件と定め、このような新株予約権を協力株主や支配株主に付与することにより、乗っ取りなどの敵対的な買収の防衛策として利用できる。

## (7)株式公開時の資本政策の手段として利用

株式公開準備期間において外部株主等が入ってくる場合に、あらかじめオーナー一族に新株予約権を付与しておき、オーナー一族の持株比率を維持することが可能である。資本政策上多様な利用が期待できる。

## 従来の規制は大幅に緩和

前述のように、11月改正商法におけるストック・オプションは「新株予約権の有利発行」と位置づけられる。このことから、新株の有利発行と同様の規制により、新株予約権の有利発行に関する規制が行われることになった。すなわち、有利発行でない新株予約権の発行は取締役会の決議が必要とされるのが原則であるが、株主以外の第三者に対する有利発行であるストック・オプションの場合は、その例外として、株主総会の特別決議が要求されるのである。

その他に、11月改正商法のポイントは次のとおりである。

まず第1に、その行使期間の終期がその決議の日から10年以内とされていた従来の規制が撤廃されている。旧商法の規制は、ストック・オプションを目的とする自己株式の取得・保有が例外的な措置であったことに伴うもので、金庫株が解禁された6月改正商法の下では10年に特段の意味はない。そこで、11月改正商法はこの権利行使期間の制限を撤廃した。

第2に、ストック・オプションの権利付与の

限度について、従来、発行済株式総数の10分の1以内であった規制が撤廃された。ベンチャー企業では従業員の確保等のために20~30%くらいのストック・オプションが必要になるのが通常であるにもかかわらず、改正前では、ベンチャー企業は発行済株式数が少ないため付与できる株式数に制限があり、十分な活用ができなかった。また、この規制も、金庫株が解禁された6月改正商法の下では意味を有さない。そこで、11月改正商法はこの規制を撤廃した。

ただし、新株予約権の発行時点では、授權資本制度による制限があると解されている。すなわち、新株予約権の全部が権利行使されたと仮定した場合の株式数は、授權資本の枠を超えることはできないことに留意が必要である。

第3に、付与対象者も拡大されている。従来はその会社の取締役または使用人に対してしかストック・オプションの権利を付与できなかった。11月改正商法では、ストック・オプションを新株予約権の有利発行と位置づけたことから、新株の有利発行と同様、その必要性がある限り、誰に対しても発行できるものとされたのである。したがって、11月改正商法の下では、子会社の取締役や使用人に対してだけでなく、弁護士、会計士、経営コンサルタント、融資機関、資本提携先等に対しても新株予約権を付与することが可能である。

第4に、新株予約権は、とくにその譲渡につき取締役会の承認を要する定めがない限り、譲渡することが可能になっている。旧商法では、ストック・オプションとして付与された新株引受権は譲渡できないものとされていた。その理由は、特定の取締役・従業員のインセンティブのために新株予約権を付与するものであるから、それを第三者に譲渡できるとすると、会社のために株価が上がるまで頑張ろうと考えなくなってしまうため、制度趣旨に合わないこととされていたからである。11月改正商法では、新株予

約権の付与目的をとくに制限していないことから、一律に譲渡禁止とするのではなく、会社が認めるのであれば譲渡できるとするのが相当だとされたのである。したがって、譲渡制限の付されていない新株予約権は、新株予約権証券の交付により、誰にでも譲渡ができる。しかし、ストック・オプション目的で新株予約権を付与する場合は、先の制度の趣旨から、譲渡制限が付されることが一般的になるであろう。

第5に、旧商法のストック・オプションでは、付与対象者の氏名まで株主総会で決議しなくてはならなかったが、11月改正商法では、株主総会の決議の対象としての特定性が認められれば、1人1人の個別的な氏名、付与株式数等の決議までは必要ないと解されている。

第6に、従前、ストック・オプションの決議では、「正当な理由」があるときのみ、取締役・使用人に新株引受権を付与することができたが、11月改正商法ではその「正当な理由」が不要になった。そのため、従来、解釈により権利行使価額は決議当時の株式の時価を下回ってはいけない（なぜなら、取締役等にはインセンティブとして業績向上に起因する株価の上昇利益を享受させる趣旨からして、時価以下の権利行使価額と時価との差額の利益を享受させることはできないと解されるから）とされていたが、そのような制約はなくなった。ただし、新株予約権の有利発行の株主総会特別決議に際しては、有利発行を必要とする理由について開示しなくてはならない。しかしこの理由は主観的な必要性を説明すれば十分で、客観的な必要性までは要求されないと解されている。

第7に、新株予約権の有利発行決議の有効期間が1年間に延びている。これも、会社の資金調達の便宜をはかる趣旨から、新株発行の新制度に整合させて、決議の日から1年以内に発行価額の払込み（無償発行の場合は発行）がなされるすべての新株予約権について有効とされ

た。したがって、決議の日から1年以内のストック・オプションの付与であれば、何回でも有利発行できることになる。

### 「有利」の判断にオプション理論も

有利発行の解釈については学説上議論があるが、本稿では「オプション発行時点におけるオプション価額を計算し、それに見合う対価が支払われたか、有利発行の有無を判断する」のではなく、「オプション行使期間中の平均株価を予想し、その予想額と行使価額を比べて有利発行の有無を判断する」という立法担当官の解説に従い説明する。この説では、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有利発行になる。

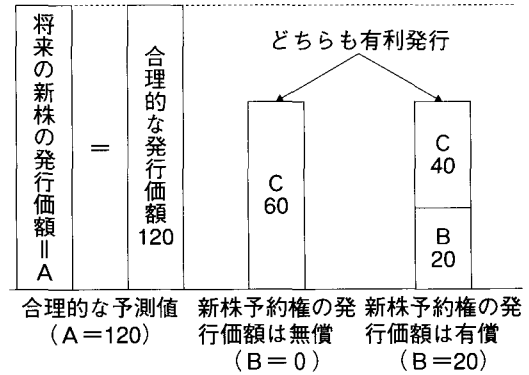
すなわち、新株予約権の有利発行とは、新株予約権の行使によって発行される新株の発行価額が新株予約権の行使期間におけるその会社の株式の合理的に予測される時価よりも低い価格で発行される場合をいう。新株の有利発行と異なり、単に発行価額だけで判断するのではなく、新株予約権の行使価額、行使期間、行使条件、消却等についての「有利な条件」が全体として問題にされる点に注意が必要である。

この点は、商法が新しく考え方を整理した点なので、理解しづらいが、まず、新株の発行価額が次の算式から構成される点を押さえるべきである。

<p>新株の発行価額(A) =          新株予約権の発行価額(B) + 新株予約権の行使により払い込まれる金額(C)</p>
---

有利発行かどうかを判定するためには、まず、権利行使時の新株の時価(A)を合理的に予測することからスタートする。この予測金額は、行使期間中の平均価格と考えることができる。商法は、この時価(A)が「ブラック＝ショールズ・モデル」等により合理的に予測できるこ

〔図表3〕新株予約権の有利発行



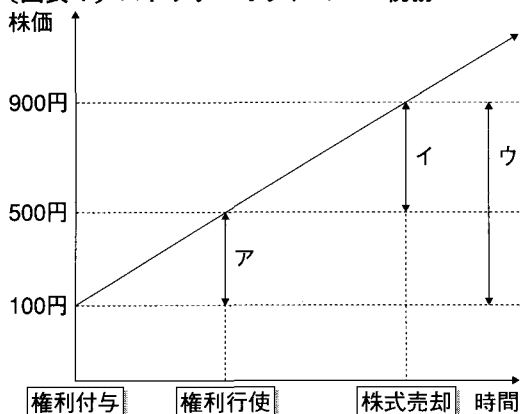
とを前提としている。そして、新株予約権の発行価額(B)は、通常、ストック・オプションは無償で付与されることからゼロと考えられ、払込金額(C)が低ければ、他の条件も総合的に判断して、有利発行と考えられる。たとえ新株予約権の発行価額(B)が有償であっても、払込金額(C)との合計が低ければ、やはり有利発行とされることになる。

たとえば、ストック・オプションとして新株予約権を発行する場合、たとえば、付与時点での株式の時価が8万円であるときに、新株予約権行使時の時価を合理的に予想し、その価額が20万円と算定される場合、新株予約権の発行価額を無償とし、その権利行使時に払い込む金額(権利行使価額)を8万円と定めることになる。

このように、ストック・オプション制度は、上記算式から導かれる「A-B-C」で求められるの価値(〔図表3〕の場合は60)を、取締役等に享受させることを目的としているため、必然的に「A>B+C」になることが前提とされる。したがって、新株予約権の有利発行に該当するケースが通常であると思われる。

なお、将来の発行価額を合理的に算定できるとされるブラック＝ショールズ・モデルとは、オプション価格の算定方法の1つであり、その有価証券について完全競争市場が成立していることを前提として組み立てられた仮説である。日本の公開市場が完全市場であるかどうかも議

〔図表4〕ストック・オプションの税務



税制非適格の場合：アの金額（400円）についての給与所得課税。イの金額（400円）について申告分離課税が源泉分離課税の選択課税。  
 税制適格の場合：アの金額（400円）は売却時点まで課税繰延。ウの金額（800円）について、申告分離課税。

論の対象になるが、とくに非公開会社の場合、完全市場の前提が成立しないため、そもそも合理的に予測することはできない。したがって、非公開会社の場合、その有利不利の判断が困難になることが予想されるが、今後、明確で一義的な理論の構築が必要になるであろう。

### 税務は従前制度の援用か

現時点では、新株予約権に関する税務上の取扱いが、商法にあわせて新設されたということはない。しかし、現行のストック・オプション税制を基本として課税関係が規定されることが予想されるため、以下で、現行税制のポイントを説明する。

課税上検討しなければならないのは、新株予約権の発行時（権利付与時）、新株予約権の権利行使時、株式売却時の課税関係である。ストック・オプション税制には特例があり、税制適格のものに該当する否かで取扱いが異なる。

まず、権利付与時の課税関係であるが、権利付与された時点で、その者はコール・オプションの経済的価値を利得したことになる。すなわち、オプション付与契約の結果として、会社に

対する自社株式譲渡請求権を獲得し、その請求権には独立した経済的価値があるものとされる。その価値は、ブラック＝ショールズ・モデルによって算出され、客観的かつ一義的に決まるものである。したがって、会社から取締役等に対し無償でオプション・プレミアムに相当する経済的な価値の移転があったと考えられる。

しかし、この経済的な価値の移転に対する課税は、そのストック・オプション制度が税制適格か否かを問わず、行われていない。なぜならば、上記の経済的価値の移転については、付与後一定期間における権利行使を制限する条項が付くのが一般であるため、未実現であると考えられること、および、その実現も不確実であると考えられるからである。

以上から、新株予約権の権利を付与した時点での課税は行われない取扱いになるものと考えられる。

次に、権利行使時の課税関係であるが、権利行使により取得した経済的利益（権利行使時の株式の時価と払込み金額との差額、〔図表4〕のア：500円－100円＝400円）については、原則として給与所得課税が行われるが、税制適格要件を満たせば、この時点での課税は繰り延べられ、株式売却時点で譲渡所得課税が一括してなされることになる。

最後に、株式売却時点の課税関係であるが、原則として譲渡金額と権利行使金額の差額に対してキャピタルゲイン課税が行われる。すなわち、税制適格ではないストック・オプションの行使により得た株式を売却した場合は、売却金額と権利行使価額との差額（〔図表4〕のイ、900円－500円＝400円）について、申告分離課税と源泉分離課税の選択により課税される。税制適格ストック・オプションである特例計算の場合では、権利行使時点で繰り延べられた給与課税部分（〔図表4〕のア）をも含めて、申告分離課税される。この場合、源泉分離課税の選

扱はできないことに留意が必要である。〔図表4〕のケースでは、800円（売却収入900円－払込金額100円、〔図表4〕のウ）について、申告分離課税が行われる。

現時点では、税制適格要件は以下のようになっている。

#### (1) 税制適格適用対象者＝人の要件

株式会社の取締役または使用人である個人で付与決議のあった日において、以下の①、②以外の者である必要がある。

- ① 上場または店頭登録株式の場合、発行済株式数の10分の1超保有する者およびその親族等一定の特別関係者
- ② 上記①以外の非公開会社の株式の場合、発行済株式数の3分の1超保有する者およびその親族等一定の特別関係者

なお、2002年度税制改正により、上記の適格適用対象者に以下の③が付け加えられている。すなわち、議決権50%超子会社の取締役や使用人にも税制適格ストック・オプションを付与することが税務上できるようになった。

- ③ 新株予約権の付与決議のあった株式会社が発行済株式（議決権があるものに限る）または出資の総数の100分の50を超える数の株式（議決権あるものに限るものとし、出資を含む）を直接または間接に保有する関係にある法人の取締役または使用人である個人（その付与決議のあった株式会社の大口株主およびその特別関係者を除く）

#### (2) 税制適格要件＝制度の要件

税制適格要件は以下のとおりである。

- ① 権利行使が発行決議から2年以内はできないこと
- ② 権利行使による新株の譲渡価額または発行価額の年間合計額が1200万円以下（2002年度改正）
- ③ 権利行使価格が権利付与時の株式価格以上
- ④ ストック・オプションの行使による株式の譲

渡または新株の発行が株主総会の付与決議で定められた事項に反しないで行われること

- ⑤ 行使により取得した株式が証券会社等の営業所等に保管の委託または管理等信託がされていること
- ⑥ 新株予約権につき譲渡制限が付されていること（2002年度改正）
- ⑦ 新株予約権の行使することができる期間が付与決議の日から10年以内とされていること（2002年度改正）

### 確かに使い勝手はよくなったが……

商法の大幅な規制緩和により、ストック・オプション制度はかなり使い勝手のよいものになった。

しかし、想定される新株予約権の発行価額や行使価額の合理的な算定方法は、日本の実務に根付いているわけではなく、しばらく、実践の集積を待たねばならないであろう。とくに非公開会社の場合、将来の株式の価値をどのように合理的に算定するかは大きな問題である。

また、税制についても2002年度改正で、従来の新株引受権方式のストック・オプションの税制適格要件が緩和され、欧米並みの水準に近づいた。ただし、現時点では、新株予約権についての税務の取扱いが明瞭ではなく、実務は商法の規制もさることながら、税務の規制にも従わなければならないことから、実際の取扱いに影響がでるおそれもある。とくに、商法が権利行使期間を無期限に緩和したにもかかわらず、税法では10年とされており、商法改正の意義を没却しかねないと思われる。

ストック・オプション制度は、公開企業のみならず、非公開企業でも公開を目指す会社にとって、便利な制度であることは間違いない。商法、税務の規制緩和を上手に利用して、企業経営に役立てていくことが大切である。