

ライツ・オファリングの円滑な 利用に向けた制度整備と課題

公益財団法人 日本証券経済研究所
金融商品取引法研究会

ま え が き

日本証券経済研究所の金融商品取引法研究会は、その時々証券市場、資本市場をめぐる様々な法律問題について、ご専門の研究者や法律実務家の先生方を中心に、また、金融庁のご担当者や実務関係の方々にもオブザーバーとして参加していただき、ご報告、ご討論をしていただく場である。研究会の都度、出来るだけ早く研究記録を刊行し、皆様のお役に立ちたいと考えている。

今回の研究記録は、平成 23 年 9 月 12 日開催の研究会における京都大学大学院法学研究科教授 前田雅弘 副会長による「ライツ・オフアリングの円滑な利用に向けた制度整備と課題」と題するご報告とそれについての討論の議事録をお届けするものである。

前田副会長からは、ライツ・オフアリングに関連するこれまでの制度整備の概要と課題等について、平成 17 年の会社法制定前、平成 17 年の会社法制定、平成 23 年金融商品取引法改正までに区分してご報告いただいた後、平成 23 年の金融商品取引法改正で整備された、目論見書の交付方法の弾力化、「有価証券の引受け」範囲の見直し、公開買付規制・大量保有報告規制の適用範囲の見直し、インサイダー取引規制の重要事実の明確化について、その概要と改正の理由、改正法の射程等についてご報告をいただいた。また、会社法上の課題として、割当通知の発送期限や外国の証券規制への対応、コミットメント型と自己新株予約権の有利処分の問題を取り上げられ、金融庁・開示制度ワーキング・グループ法制専門研究会の報告書案などもご紹介いただきながら、これらの論点について大変興味深いご指摘をいただいた。このご報告を巡り、いつものように委員やオブザーバーの先生方から活発なご議論があり、大変有意義な研究記録となっている。

ご報告をいただき、議事録の整理にご協力いただいた前田副会長に厚くお礼を申し上げ、また研究会にご参加いただき、熱心にご討論いただいた委員やオブザーバーの先生方に心から感謝申し上げる次第である。

平成 23 年 11 月

公益財団法人 日本証券経済研究所
理事長 東 英 治

ライツ・オフアリングの円滑な 利用に向けた制度整備と課題

(平成 23 年 9 月 12 日開催)

報告者 前田 雅 弘
(京都大学大学院法学研究科教授)

目 次

I. ライツ・オフアリングの意義と形態	1
1. ライツ・オフアリングの意義	
2. コミットメント型ライツ・オフアリング	
II. 平成 23 年金融商品取引法改正までの経緯	2
1. 平成 17 年会社法制定前	
2. 平成 17 年の会社法制定	
3. タカラレーベンによるライツ・オフアリング	
4. 平成 23 年金融商品取引法改正までの制度整備	
III. 平成 23 年金融商品取引法改正	8
1. 概要	
2. 目論見書の交付方法の弾力化	
3. 「有価証券の引受け」の範囲の見直し	
4. 公開買付規制の適用範囲	
5. インサイダー取引規制における重要事実との関係	
IV. 会社法上の課題	16
1. 割当通知の発送期限	
2. 外国の証券規制への対応	
3. コミットメント型と自己新株予約権の有利処分	
討 議	21
報告者レジュメ	45
資 料	53

金融商品取引法研究会出席者(平成 23 年 9 月 12 日)

報告者	前田雅弘	京都大学大学院法学研究科教授
委員	青木浩子	千葉大学大学院専門法務研究科教授
〃	太田洋	西村あさひ法律事務所パートナー・弁護士
〃	川口恭弘	同志社大学大学院法学研究科教授
〃	神作裕之	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	黒沼悦郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
〃	近藤光男	神戸大学大学院法学研究科教授
〃	中東正文	名古屋大学大学院法学研究科教授
〃	中村聡	森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士
〃	藤田友敬	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	松尾直彦	東京大学大学院法学政治学研究科 客員教授・弁護士
オブザーバー	古澤知之	金融庁総務企画局市場課長
〃	永井智亮	野村證券常務執行役員 兼チーフ・リーガル・オフィサー
〃	荻野明彦	大和証券グループ本社経営企画部長
〃	松本譲治	S M B C 日興証券法務部長
〃	金井仁雄	みずほ証券法務部長
〃	三森肇	日本証券業協会自主規制本部自主規制企画部長
〃	廣瀬康	東京証券取引所総務部法務グループ課長
研究所	東英治	日本証券経済研究所理事長
〃	若林良之助	日本証券経済研究所常務理事
〃	小林和子	日本証券経済研究所主任研究員
〃	萬澤陽子	日本証券経済研究所研究員
〃	安田賢治	日本証券経済研究所事務局次長

(敬称略)

ライツ・オフリングの円滑な 利用に向けた制度整備と課題

前田副会長 定刻になりましたので、「金融商品取引法研究会」の第4回会合を始めさせていただきます。

まず、お知らせといたしまして、オブザーバーに変更がございます。これまで金融庁からは藤本拓資前市場課長にご参加いただいておりますけれども、今回からは古澤知之市場課長にご出席いただくことになりました。どうぞよろしくお願いいたします。

既にご案内のとおり、本日は私、前田から、「ライツ・オフリングの円滑な利用に向けた制度整備と課題」と題して報告をさせていただきます。お手元にレジュメがまいていると思いますので、早速それに沿って進めさせていただきます。

I. ライツ・オフリングの意義と形態

1. ライツ・オフリングの意義

ライツ・オフリングとは、株主全員に新株予約権を無償で割り当てることによる増資手法です。すなわち、株主割当ての方法による新株発行及び自己株式処分の中で、新株予約権無償割当てによって株主が株式の割当てを受ける権利を譲渡することができるタイプのものということになります。ライツ・イシューとも呼ばれていましたけれども、現在はむしろライツ・オフリングという呼び名がよく用いられるようになっているようです。

2. コミットメント型ライツ・オフリング

ライツ・オフリングのうちで今後の利用が想定されていますのは、特にコミットメント型といわれるものです。お配りした資料2、2枚目の右側、金融庁の担当者がおつくりになられた図が非常にわかりやすいので、これに

沿って見ておきますと、この図の左側の（A）はすべてのライツ・オファリングに共通でございまして、①会社が新株予約権無償割当てをして、②株主は行使をしてもいいし、②' 払込みをしたくなければ、市場で売却をしてもよい。特にコミットメント型になりますと、これに右側の（B）がプラスされてまいりまして、③あらかじめ新株予約権に取得条項をつけておいて、行使期間満了前の一定時点で、会社がまだ行使されてない新株予約権を株主から取得する。そして④会社は新株予約権を証券会社に売却し、⑤証券会社が新株予約権を行使して株式を取得し、⑥その株式を市場等へ売却する。こういう方法がとられることになります。このコミットメント型は、最終的にはすべての新株予約権が行使されますので、発行会社が確実に資金調達できるメリットがあるといわれているところです。

Ⅱ．平成 23 年金融商品取引法改正までの経緯

1．平成 17 年会社法制定前

1-1 新株引受権証書の制度

そこで、まず平成 23 年金融商品取引法改正までの経緯を見ておきたいのですけれども、ライツ・オファリングとかライツ・イシューとかいう呼び名が登場したのは比較的最近のことだと思うのですけれども、株主割当てであって、割当てを受ける権利を譲渡できるというタイプの新株発行は何も目新しい方法というわけではなくて、会社法制定前から存在していました。すなわち、会社法制定前には、新株引受権証書の制度が存在いたしました。制度の概要はレジュメに記載のとおりですけれども、新株引受権の譲渡を認めますと会社の事務処理の負担がふえますので、実際には上場会社でも新株引受権の譲渡を認める例は非常に少なかったようです。特に新株引受権証書が上場までされる例はまれであったようです。

1-2 新株予約権の通常の株主割当て

さて、会社法制定前に、株主割当てで割当てを受ける権利を譲渡できるというタイプの新株発行を行う方法としてもう 1 つ、新株予約権を通常の株主

割当ての方法で発行するということではできました。ここで「通常の」といっているのは、次に見る、無償割当てでなくという意味です。つまり、株主に新株予約権の引受権を与えて無償で発行するということをやりますと、実質的には株主割当ての新株発行と同様のことを実現することが可能でありました。

2. 平成 17 年の会社法制定

2-1 新株予約権無償割当ての制度の創設

平成 17 年制定の会社法では、制度の簡素化を図るために、新株引受権証書の制度が廃止され、株式の割当てを受ける権利を譲渡できるタイプの株主割当ては新株予約権無償割当てによって行うことになりました。結局、会社法のもとでは、株主割当ての方法は、割当てを受ける権利の譲渡を認めるかどうかでやり方が異なってくることになります。つまり、譲渡を認めるときだけ新株予約権を利用するという形をとりますので、話が少しややこしくなっています。

立法論としては、新株予約権無償割当てで、譲渡制限を付けた新株予約権を付与することもできるのですから、譲渡の有無にかかわらず、いっそのこと、株主割当てはすべて新株予約権無償割当ての方法によるとしたほうが、制度としてよりすっきりするようにも思われるのですけれども、ともかく現行法は譲渡を認めるときだけ新株予約権無償割当ての方法をとることにしています。

このように譲渡を認めるときと認めないときとで株主割当ての方法は大きく異なるわけですが、譲渡を認める場合と認めない場合、つまり新株予約権無償割当てを使う場合と使わない場合とで、整合性のとれた解釈をする必要があると思います。

例えば後で出てまいりますように、新株予約権無償割当ては有価証券の募集に該当するかという論点がございしますが、新株予約権無償割当てを用いる場合と用いない場合とでパラレルな解釈をすべきだと考えられます。

この問題は後ほど検討させていただきます。

こうして新株予約権無償割当ての制度が導入されたわけですが、会社法施行後、この制度は株主割当てによる資金調達という制度目的本来の使い方ではなくて、むしろ敵対的企業買収に対する防衛策の目的での利用のほうが目立っていました。しかし、平成 21 年のスタディグループ報告で、第三者割当ての新株発行によって既存株主が害されているのではないかという問題が指摘され、それを受けて、第三者割当てについての開示府令の改正、さらには取引所規則の改正が行われるという流れの中で、つまり第三者割当てに対する風当たりが強くなってきたという状況の中で、本来の制度目的、つまり既存株主の利益保護に手厚い資金調達の方法としてライツ・オファリングを活用すべきだという声が強くなってきたということだと思います。

2-2 新株予約権の通常の株主割当て

なお、新株予約権の無償割当てではなくて、先ほど申しました新株予約権の通常の株主割当ての制度は、会社法のもとでも引き続き利用可能ですけれども、無償割当てよりは手続が面倒です。つまり、割当てをするまでに株主に申込みをさせて、それに対して割り当てするという手続を挟まなければなりませんし、公開会社であれば必ず取締役会決議が必要になってまいります。新株予約権無償割当てであれば、申込みを待たずにいきなり割り当てることができますし、決定機関も定款で取締役会以外の機関にすることもできます。ですから、新株予約権無償割当ての制度ができた会社法のもとでは、株主割当ての新株発行を無償割当ての制度を使わずに、あえて新株予約権の通常の株主割当ての方法で行う実益はなさそうに思われます。

3. タカラレーベンによるライツ・オファリング

さてその後、昨年、タカラレーベンが、我が国で最初にライツ・オファリングを利用した資金調達を行いました。資料 3 でその概要がわかりますが、レジュメに挙げたような日程で実施されました。

このような事例があらわれたのですけれども、実務界からは、このままで

は使いにくい、特にタカラレーベンの場合は、3月5日の取締役会決議から5月末の行使期間満了まで、全部で3カ月近くかかっており、長期間かかるという問題点が指摘されていました。このような状況の中で、既に平成23年金商法改正までにも、ライツ・オファリングを利用しやすくするための若干の対応がされてきました。

4. 平成 23 年金融商品取引法改正までの制度整備

4-1 有価証券届出書の提出時期の短縮

まず、平成 22 年 4 月 23 日施行の開示府令の改正、これはお手元の証券六法に既に反映されている改正ですけれども、ライツ・オファリングにおける有価証券届出書の提出時期が短縮されました。株主割当てによる新株発行については、割当日の 25 日前までに届出を要するという特則が設けられていますけれども、内閣府令で例外を定めることが認められており、これを受けて開示府令 3 条に 5 号が新設され、ライツ・オファリングがその特則の例外とされました。特則の例外、つまり原則に帰るということで、通常の待機期間の 15 日が確保されていれば足りるということにされました。先ほどのタカラレーベンの場合はこの改正前に行われたものでありましたが、仮にタカラレーベンがこの改正後であれば、先ほどのレジюмеで見ました日程の①と③の間を 10 日間短縮できたということになります。

注意を要しますのは、この例外が認められるのはライツ・オファリングだけでありまして、通常の株主割当ての新株発行、つまり割当てを受ける権利を譲渡できないタイプの株主割当ては、やはり割当日の 25 日前の届出が必要です。

なぜライツ・オファリングについてだけ短縮を認めたのか。これを考えるためには、なぜ 4 条 4 項本文が株主割当てによる新株発行については、割当日の 25 日前までに届出を要するという特則を設けているのかということから考えなければならないのですけれども、株主割当ての場合は割当日 4 日前の権利落日時点で株主名簿上の株主であれば、払込みを経済的に強制され

ることになる。つまり、引受けをすれば安く株式を取得できますので、それで権利落ち分を埋め合わせることができますけれども、引き受けなければみすみす損をすることになる。ですから、払込みをしたくない株主は、割当日4日前までに株式を売却しておく必要がある。つまり、損をしたくない株主は、払込みをするか、それとも持株の売却をするかの投資判断を迫られる。この熟慮期間を確保するために、割当日の25日前までに届出をせよということにしている。こう一般に説明されてまいりました。

しかし、新株予約権の無償割当てが行われる場合には、損をしたくない株主は新株予約権を譲渡することで権利落ち分を埋め合わせることができます。つまり、新株予約権を行使したくないのであれば、新株予約権を譲渡すればいい。ですから、それほど重大といいますか、深刻な投資判断を迫られることにはならないと考えることができます。

ライツ・オフアリングだけを通常の株式の株主割当てとは区別して、25日前までの届出を要しないとした理由について、特に立案担当者の解説等は見当たらなかったのですけれども、短縮を正当化する理由としては、期間を短縮したいというニーズとともに、理論的にはこういう説明になるのだろうと思います。

4-2 目論見書の交付時期の明確化

さらに、この開示府令改正の際に、ライツ・オフアリングにおける目論見書の交付時期が明確化されました。すなわち、開示ガイドライン15-6が新設され、新株予約権無償割当てに係る目論見書は、割当通知を受理した日に新株予約権証券の取得が行われるものとして、あらかじめまたは同時に交付しなければならないものとされました。新株予約権無償割当てと目論見書との関係は、まさしく今回の平成23年改正で焦点の1つになった難しい問題です。

そもそも新株予約権無償割当ては有価証券の募集に該当するののかということから問題になってまいります。形だけ見ますと、新株予約権無償割当ては株主の申込みなしに、いきなり自動的に割当てをします。取得の申込みが

ないのだから取得の申込みの勧誘もあるはずがなく、したがって幾ら株主の数が多くても募集にはなり得ない、というように形式的には見えるわけです。

しかし、これについては、開示ガイドライン 2-3、このガイドラインは前からあるガイドラインですけれども、ここで新株予約権無償割当てについては、新株予約権証券の取得勧誘に該当することに留意する、という解釈が明らかにされています。そして、このような解釈をとる理由を金融庁が明らかにしており、資料 4 ですけれども、平成 19 年に、パブリックコメントに対する考え方の中で、「新株予約権の行使時の払込みを含めて考える必要があり、実質的には株主割当てによる株式の募集と同様であると考えられることから、新株予約権の無償割当てについては、取得勧誘に該当することと考えられます」という見解を示しており、正当な解釈だと思われます。

確かに形だけを見ますと、勧誘はないかのごとくです。株式の無償割当てであれば、募集はあり得ないと思うのですね。新株予約権の無償割当ても見それと同じようにも見えるのですけれども、割当日の株主に新株予約権の無償割当てを行うということは、通常の株式の株主割当てに対応させて考えてみますと、割当日の株主に株式の割当てを受ける権利を付与することに相当する行為でありまして、通常の株式の株主割当ての場合には、株式の割当てを受ける権利を付与することが募集に当たることは異論のないところです。

割当てを受ける株主の立場からしますと、新株予約権の無償割当てを受けるのも、譲渡できない割当てを受ける権利を与えられるのも、譲渡の可能性の点を除けば実質的に同じはずでありまして、募集に当たるかどうかという問題が新株予約権無償割当てと通常の株式の株主割当てとで異なるのは不合理です。新株予約権の無償割当ては取得勧誘に該当するという考え方は正当だと思われ、次に見ますように、今回の 23 年改正もこの考え方が基礎になっています。

以上のような経緯を前提として、それでは今回の平成 23 年金融商品取引法改正について見てまいりたいと思います。

Ⅲ．平成 23 年金融商品取引法改正

1．概要

平成 22 年 12 月 24 日に公表されたアクションプランにおいて、ライツ・オフアリングの制度整備が挙げられ、さらに本日ご出席の黒沼悦郎先生を座長とする開示制度ワーキング・グループで検討が行われ、平成 23 年 1 月に、資料 1 のワーキング・グループ報告書が取りまとめられました。これを受けて、平成 23 年の金商法改正によって、ライツ・オフアリングに係る開示制度等の整備が行われました。整備が行われた事項はレジュメに挙げたとおりであり、順に内容を概観しておきたいと思います。資料 5 が、関係する条文の新旧対照表になっていますので、適宜ご参照をいただければと思います。

2．目論見書の交付方法の弾力化

2-1 改正の概要

目論見書の作成義務を定める 13 条 1 項にただし書きが新設され、ライツ・オフアリングについては、一定の要件のもとで目論見書の作成を不要としました。具体的には新株予約権が上場され、有価証券届出書等の提出後、遅滞なく届出を行った旨、その他の事項を日刊新聞紙に掲載すれば、目論見書の作成は不要になるというものです。そして、交付については、交付義務の適用除外を定める 15 条 2 項のただし書きの規定に 3 号として、「第 13 条第 1 項ただし書きに規定する場合」が新設されました。13 条 1 項ただし書きに規定する場合、つまり先ほどの作成が不要とされる場合には交付が不要になるということです。

2-2 交付方法の弾力化を許容する理由

そこで、一定の要件のもとで目論見書の作成、交付を不要とすることを許容する根拠は何かということを確認しておきたいのですが、ワーキング・グループ報告は次の 3 つの理由から、ライツ・オフアリングでは目論見書を交付する必要性は高くないと述べています。

第1に、株式の取得を望む株主は、新株予約権を行使することで確実に株式を取得することができるため、行使を急ぐような圧力が生じる可能性は一般の募集より高くないこと。

第2に、割当て対象が株主であり、発行者に関する情報を有していることが多いこと。

第3に、新株予約権が上場される場合には、新株予約権を市場価格で売却するという選択肢があることです。

第1の理由については、この指摘のように、取得したければ確実に取得できるという状況であれば販売圧力、ここでは行使せよという圧力ということになるかと思いますが、それは小さいと考えることができます。そして、販売圧力の大きさに定型的な差が存在するのであれば、それに応じて目論見書交付の必要性に差を設けることは合理的な措置だと思われます。第2の理由ももっともだと思われます。

ただ、第1、第2の理由だけであれば、通常の株式の株主割当てについても妥当いたします。ですので、通常の株主割当ての場合との整合性を説明するためには、第3の理由づけが必要になってくると考えられます。第3の理由は、先ほど有価証券届出書の提出時期をなぜライツ・オファリングだけ短縮していいのかという問題について考えたのと実質同じことをいっているのではないかと思います。つまり、通常の株主割当てであれば、割当日現在の株主は払い込まずに損をするか、払い込むかの重大な投資判断を迫られる。それに対してライツ・オファリングの場合は、もう1つ、新株予約権を譲渡するという選択肢が与えられるために、投資判断の重大性はそれだけ小さくなる。この第3の理由によって、株主割当てのうちライツ・オファリングについてだけ、目論見書の交付方法を弾力化することが理論的に正当化できるのではないかと思います。

2-3 目論見書の交付に代わる日刊新聞紙への掲載

さて、改正法は、一定事項の日刊新聞紙への掲載を要件としています。そして、資料2の担当者解説によりますと、日刊新聞紙にEDINETのウェブ

ページのアドレスなどを掲載することが想定されているようです。コストだけを考えると、日刊新聞紙への掲載ではなく、電子的な方法、例えば会社法の電子公告等を利用することもあり得たところだと思えるのですけれども、恐らくはデジタルデバイドの問題を考慮して、電子的な方法では周知力が十分でない、日刊新聞紙への掲載という方法がよいと考えられたのではないかと思います。

少し考えておきたいのは、株主には会社法上、新株予約権の割当通知がなされます。そうしますと、日刊新聞紙への掲載によるのではなく、割当通知のときに一緒に EDINET のアドレスなどを通知するという方法もあり得たように思われるのですけれども、このような方法は採用されませんでした。その理由としては、割当てを受けた株主から新株予約権を譲り受けた者への情報提供のためなのかということも考えてみたのですけれども、しかしもともと目論見書は割当通知を受けた株主にしか交付しないわけですから、新株予約権を譲り受けた者への情報提供のためとは考えにくいように思われます。

そうしますと、その理由は必ずしも明らかではないのですけれども、目論見書は、募集による取得の場合に、あらかじめまたは同時に交付するのが原則です。遅くとも取得と同時に情報は提供がされなければなりません。割当通知がありますと、先ほど見た 2010 年の開示ガイドライン改正で明らかにされたように、割当通知を受領した時点で取得があると見るべきであって、その段階で EDINET のアドレスなどが通知されるだけでは、同時に情報提供がされたと見ることはできない。つまり、株主側は割当通知に記載された EDINET のアドレスをたどって、その後、ようやく情報を入手できるのであって、それでは同時に情報を提供することにはならない。こう考えられたのではないかと推測するのですけれども、このような理解でいいか、ご教示をいただければ幸いです。

3. 「有価証券の引受け」の範囲の見直し

3-1 改正の概要

金商法2条6項の引受人の定義規定に3号が新設され、コミットメント型
ライツ・オファリングにおいて、コミットメントを行う者を引受人と位置づ
けることにしました。そういたしますと、これに連動して、コミットメント
を行う行為は金融商品取引業の1つである有価証券の引受けに該当するとこ
とになりますけれども、それに伴い、28条7項の「有価証券の元引受け」
の定義規定に3号が新設され、新株予約権を発行者等から直接に取得して行
使するという内容の契約をすることを、有価証券の元引受けと位置づけるこ
とにしました。

これにより、コミットメントを行う行為は引受けになりますので、これを
業としてすることは第一種金融商品取引業となります。また、引受けになり
ますので、著しく不相当と認められる数量、価格等による引受けを行っている
状況は、不適正な業務運営として規制されることになります。さらに、元
引受けになることで、最低資本金の上乗せ規制がかかりますし、適切な
引受け審査を行っていない状況は、不適正な業務運営として規制をされるこ
とになります。

それから、21条4項3号の「元引受契約」の定義規定に3号が新設され、
新株予約権を発行者等から直接に取得して行使するという内容の契約を元引
受契約に含めることにしました。これによって、コミットメントをした証券
会社は、有価証券届出書の虚偽記載等に関する損害賠償責任の責任主体とな
ります。

このほか、ワーキング・グループ報告にはなかった部分ですけれども、44
条の4、引受人による信用供与を制限する規定が改正され、引受人となった
証券会社が株式を売却する場合の信用供与を制限することにしました。

以上のように、コミットメント型の場合の証券会社の行為を引受けと見る
ことによって、それに連動した金融商品取引法の引受けに関する規制を及ぼ
すことが可能になりました。

3-2 改正の理由

改正の理由として、ワーキング・グループ報告書4ページでは、コミットメントを行う証券会社の行為は、行為態様、リスク負担の点で残額引受けに類似すると指摘されていました。すなわち、コミットメントを行う証券会社は、発行される新株予約権のうち、権利行使のない残部について取得及び権利行使をすることを約束いたします。

残額引受けは、その定義によりますと、有価証券の募集等に際し、有価証券の全部または一部につき、他にこれを取得する者がいない場合に、その残部を取得することを約束することであり、ライツ・オファリングの場合は、発行される新株予約権は一たんすべて株主によって取得はされて、未行使分だけを証券会社が取得する形をとりますので、形の上では残額引受けには該当いたしません。しかし、新株予約権が行使されないリスクは証券会社が負担することになりますので、実質的には残額引受けと同視すべきものです。このような理由から、改正法はコミットメントを行う者を引受人と位置づけるとともに、その行為を有価証券の引受けとすることにしたわけです。合理的な説明がなされているものと思われます。

3-3 改正法の射程

少し確認しておくべきことは、この引受け概念の拡大は、改正法の規定の文言から明らかなように、ライツ・オファリングに限られておりません。公募とか第三者割当てで新株予約権が発行された場合、さらには通常の新株予約権の株主割当ての方法がとられた場合であっても、とにかく新株予約権の未行使分を取得して行使するという約束がされるのであれば、同じく引受けに当たることになります。ライツ・オファリング以外に現実にこういう利用の仕方がされるのかは明らかではありませんけれども、もしこういう利用がされるのであれば、同様の販売圧力、つまり行使せよという圧力が生じ得ますので、改正法がライツ・オファリングに限らずに引受け概念を拡大したのは一貫した考え方に基づいており、正当だと思われます。

4. 公開買付規制の適用範囲

4-1 改正の概要

続きまして、公開買付規制の適用範囲に入らせていただきます。一定の場合に公開買付によらなければいけないということを定めました 27 条の 2 の規定では、新株予約権の行使による株券等の買付けを適用除外としていますけれども、新株予約権のうち、一定のものを内閣府令で除外できることにしました。

4-2 改正の理由

改正の理由として、ワーキング・グループ報告の 6 ページにおいて、ライツ・オフリングが行われた場合には、公開買付け規制における株券等所有割合は特殊な変動をすることが指摘されました。

すなわち、27 条の 2 第 1 項により、株券等の買付け等は、株券等所有割合が一定割合を超えることになる一定のものは公開買付けによらなければならないとされており、その「株券等所有割合」の算式は 27 条の 2 第 8 項に規定があり、1 号の買付者の株券等所有割合のほうで見ておきたいと思うのですけれども、1 号の規定は、 A を B で除して得た割合となっています。分子の A は買付者の所有する株券等に係る議決権数、分母の B は発行会社の総議決権数プラス買付者（および特別関係者）所有の一定の有価証券に係る議決権数とされています。分子のほうの「株券等」には新株予約権証券も含まれます。新株予約権の目的たる株式の議決権を加えることになります。分母の「有価証券」のほうは、潜在的に議決権が生じ得るものを広く含んでおり、新株予約権証券も入ってきます。つまり、買付者の株券等所有割合を計算するときに、買付者が持っている新株予約権は分子・分母とも株式と同じに扱ってしまう。つまり、買付者の意思だけで株式にかえることができるのですから、買付者が持っている新株予約権は株式と同じに見てしまってカウントをする。それに対して、買付者以外、正確には買付者と特別関係者以外ですけれども、その有する新株予約権は分子に入らないのはもちろんのこと、行使されるかどうかわかりませんので、分母にも加算されません。

そしてこのように買付者の有する分については、新株予約権の段階、つまり行使される前の段階で規制をかけるかわりに、買付者が新株予約権を現に行使して株式を取得する段階については、重ねて規制がかからないように、27条の2第1項ただし書きで、新株予約権を有する者はその新株予約権を行使して行う株券等の買付け等は公開買付けによることを要しないことにしているのです。非常にややこしいのですけれども、これが改正前の規制です。

この改正前の規制のままですと、ライツ・オファリングの場合、どうなるかといいますと、新株予約権無償割当てがされますと、買付者の株券等所有割合は分母・分子ともに同じ数がプラスされることになりますので、増加します。つまり、買付者分は、行使しようがしまいが、ともかく1未満の分数に分子・分母、同じ数を足すことになりますので、株券等所有割合は増加する。そして、その後、買付者以外の有する新株予約権が行使されるたびに、分母の総株主の議決権数が加算され、徐々に株券等所有割合は減少していく。新株予約権がもし全部行使されますと、株券等所有割合はもとに戻る。つまり、新株予約権が全部行使されますと、通常の株式の株主割当てで株主全員が引受けをしたのと同じことであり、買付者の株券等所有割合は変わらないことになります。コミットメント型はまさしく新株予約権が全部行使されることになりますので、最終的には株券等所有割合はもとに戻るようになります。

ワーキング・グループ報告書7ページでは、ライツ・オファリングの場合には株券等所有割合の変動にこのような特性があることから、このような特性をとらえて手当てが必要ではないかという問題を指摘していました。ワーキング・グループ報告書が指摘しますように、一時的に株券等所有割合が上がって、徐々に下がって行って、そしてコミットメント型であればもとに戻るという特性を考慮しますと、そのような一時的な状況だけをとらえて公開買付け義務の発生の有無を決するのは適切ではないと思われます。何よりもライツ・オファリングというのは、そもそも会社の支配関係にできるだけ影響を与えずに資金調達するための手法であるはずであり、この場面で一時的

な現象だけを見て公開買付け義務を発生させるのは不合理です。改正法は、新株予約権のうち、内閣府令で定める一定の新株予約権は27条の2第1項の適用除外の対象から外して、原則どおり新株予約権を行使して株式を取得した時点で、初めて株券等の買付け等に当たるということにしています。つまり、一定の新株予約権は取得時点ではなく行使時点のほうでカウントするということです。

これを受けて、担当者解説によりますと、内閣府令では一定の新株予約権として、ライツ・オファリングの場合の新株予約権を定めるとともに、施行令の改正により、株券等所有割合を算定するときの分子・分母の「株券等」と「有価証券」というところから同じ範囲の新株予約権を外して、新株予約権のままでカウントしないよう手当てがされる見込みだということです。

公開買付け規制との関係を見てまいりましたけれども、同じ問題は、大量保有報告規制における株券等保有割合の算定についても妥当します。こちらは法律の改正は不要で、大量保有府令の改正になるのだと思います。公開買付け規制、大量保有報告規制との関係については、まだ内閣府令、政令が出ておりませんので、この程度にさせていただきます。

5. インサイダー取引規制における重要事実との関係

5-1 改正の概要

改正法関係の最後に、インサイダー取引規制における重要事実との関係について触れておきたいと思います。改正前は新株予約権無償割当てに関する決定はインサイダー取引規制における重要事実として個別列挙はされていませんでしたが、改正法はこれを新たに重要事実として個別列挙することにした。

5-2 改正の理由

ワーキング・グループ報告書では特に検討はされていなかったのですが、新株予約権無償割当てに関する決定は、本来は会社法で新株予約権無償割当ての制度が導入されたときに重要事実に加えておくべきものであった

と思われます。通常の新株予約権の発行は前から重要事実とされてきました。通常の新株予約権の発行を株主割当てでやって、しかも無償で行う、そういう決定が重要事実になっていたのですから、新株予約権無償割当てに関する決定が重要事実と定められていなかったのは均衡を欠いていたと思われます。投資者の投資判断に与える影響に変わりはないはずであり、今回の改正前から包括規定で重要事実と解釈すべき事実であったと思われますけれども、今後、ライツ・オファリングが利用されていくことを考えますと、この制度整備の機会に重要事実として明示をすることにしたのは合理的であると思われます。

金商法の23年改正につきましては、この程度にさせていただきます。23年改正の問題につきましては、ワーキング・グループ座長の黒沼先生に後ほどご教示をいただければ幸いです。

Ⅳ．会社法上の課題

1．割当通知の発送期限

残った時間で、会社法上の課題について検討しておきたいと思います。

まず、現在進行中の会社法改正作業の中で、ライツ・オファリングに要する期間を短縮するための会社法上の手当てとして、割当通知の発送期限を現行法では「行使期間の初日から2週間前」となっているのを、「効力発生日後遅滞なく、かつ行使期間の末日から2週間前」とすることが検討事項とされています。現行法は新株予約権行使の準備をするための期間として、行使期間が開始する前に2週間という時間的余裕を確保しています。改正提案のうち、「効力発生日後遅滞なく」という部分は株式の無償割当てでも既に現在そうになっており、遅滞なく株主に権利内容の変更を知らせるのが適切だと考えられますので、こちらは問題ないと思われるのですけれども、問題は「行使期間の末日から2週間前」とすることはどうかです。

通常の株式の株主割当てであれば、割当通知は申込期日の2週間前とされており、引受けをするかどうかの判断のために2週間確保されています。そ

うしますと、新株予約権無償割当てでも行使期間の末日から2週間前で、2週間の準備期間が確保されるからそれで問題はないようにも思われますけれども、通常の株式の株主割当てとは少し違いがあることは考えておく必要があります。通常の株式の株主割当てであれば、申込期日までのどの時点で申込みをしても同じことなのですね。申込期日ギリギリに申込みをしても、引受けが成立して発行決議で定めた払込期日か払込みをした日に株式を取得することになります。

これに対して、新株予約権無償割当ての場合は、行使をした日に株主になりますので、行使期間と準備期間とが同時に進行していきますと、準備をぐずぐずしていますと、いいタイミングで行使して株式を売却する機会を逸してしまうおそれがあります。このことを重視しますと、ともかく皆に2週間の準備期間を確保した後で、一斉に行使期間に入っていくのがいいということになりそうですけれども、しかしその半面、新株予約権の場合は行使せずに新株予約権を譲渡するという選択肢がございます。ですから、行使期間に入る前に2週間もの準備期間を設ける必要はないのではないかと。ライツ・オフアリングに要する期間短縮というニーズを考え併せますと、行使期間の末日から2週間前という改正提案には十分な合理性があるのではないかと思います。

2. 外国の証券規制への対応

ワーキング・グループ報告書の最後の部分で、外国の証券規制への対応についての課題が指摘されていきました。外国の証券規制とされていますけれども、差し当たり具体的に想定されているのは、主にアメリカの証券規制だと思われます。すなわち、日本の会社が行うライツ・オフアリングであっても、アメリカに居住する株主に株式が交付されることになると、1933年証券法上の募集に該当して、SECへの登録義務が生じることがあり、そして登録後には、今度は1934年証券取引所法に基づく継続開示義務を生じることがありうる。これは日本の会社にとっては大きな負担となります。

資料6のSEC規則801条は登録が免除される場合を定めていますけれども、801条の(a)の(1)から(6)までの要件、例えば(2)にありますように、アメリカ居住株主の株式保有比率が10%以下でなければいけないというように、幾つかの要件を満たさなければなりません。

この登録義務はライツ・オファリングだけではなくて、組織再編でも、アメリカ居住株主に株式を交付することになる場合には、同じく問題になってきます。タカラレーベン・のライツ・オファリングのケースは、この規則801条の登録免除要件を満たして登録を免れたようではありますが、組織再編関係では現に日本の会社が提出を余儀なくされたケースが何件か出ているようです。たまたまアメリカ居住株主が多数いるせいで、アメリカが自分の国の投資者を保護するために設けた規制を受けて、日本の会社が円滑にライツ・オファリングを利用できなくなるというのは不合理です。そこで、アメリカ居住株主による新株予約権の行使に制限を設けることができないかということが検討課題となってまいります。ここでは株主平等原則との関係をどう考えればいいのかという難しい問題が生じますので、この問題の解決に向けて、金融庁・開示制度ワーキング・グループに、本日ご出席の神作裕之先生を座長とする法制専門研究会が組織され、検討が行われているところです。まだ報告書は公表されていないのですが、神作先生と金融庁の古澤課長のご好意で、私は報告書案を見せていただくことができました。神作先生からは、本日の研究会で報告書案の内容を取り上げてよいというご了解を得ていますので、報告書案の骨子をここで取り上げさせていただきます。

報告書案では、ブルドックソース事件で最高裁が株主平等原則について示した判断枠組み、すなわち必要性和相当性があれば差別的取り扱いも株主平等原則あるいはその趣旨に反しないという判断枠組みは、ライツ・オファリングのような支配権の争いがない場面でも一般に利用できるのではないかとされ、ライツ・オファリングについて、必要性・相当性が認められるかを判断する際に、次のような要素を考慮すべきだと提言されています。

まず必要性の要件については、ライツ・オファリングにおいては、事務・

コスト負担を考えれば、行使制限をする必要性が生じるとされ、相当性の要件については、新株予約権の流動性が確保され、市場価格での取引により経済的利益の回収が可能な状況にある場合には、権利行使を制限される外国人株主は新株予約権を市場で売却することによって経済的な不利益を受けないといえるし、市場で株式を購入して持分割合を維持することもできる、とされています。

一般にブルドックス事件決定の射程については意見が分かれているところだと思いますけれども、報告書案で指摘されていますように、企業価値が毀損され、株主共同の利益が害されるような場合、相当の差別的取り扱いは株主平等原則に反しないという部分は、買収防衛以外の場面でも妥当するように、最高裁の判旨は読むことができるように思いますし、読むのがよいと思います。買収防衛以外の場面でも、株主平等原則を貫くことが会社自体の利益を害するときまで、これを貫徹しなければならないと考えるべきではないと思います。

そして、まず必要性の要件は、報告書案のいうように、ライツ・オファリングについては認められると考えてよさそうですけれども、より問題になるのは相当性のほうだと思います。権利行使を制限される外国居住株主は一方的に不利な扱いを受ける関係になります。つまり、権利行使できないこと自体に対する代償はありません。新株予約権の譲渡はできますけれども、譲渡はほかの株主も皆できるのですから、ほかの株主に比べて一方的に選択肢を奪われる扱いを受けることにはなりません。

これが相当性との関係で問題にならないかですが、買収防衛の場面でも経済的補償が必要かどうか、大いに議論があるところですので、ライツ・オファリングの場合、報告書案で指摘されていますように、新株予約権の流動性が確保され、市場価格での取引で経済的利益の回収が可能であれば、実質的に権利行使を制限されることに不利益はないと考えることができます。ですから、特に選択肢を奪われること自体に対する代償はなく、ほかの株主に比して一方的に不利な扱いを受けることにはなっても、それで相当性が欠

けることにはならないと考えていいのではないかと思います。

あと少し考えておきたいのは、必要性・相当性の判断の基準時です。どの時点で必要性・相当性の有無を判断するか。必要性・相当性を満たすかどうかは、新株予約権無償割当ての決定時点で判断せざるを得ないと思われます。例えば決定時には相当性はあると考えて決定したけれども、現実には発行後に上場されたものの値がつかないというような事態になったとしても、そんな事後的な事情で相当性を欠いて株主平等原則違反だということになりますと、法的安定性が害されることになります。ですから、決定時点で流動性が確保され、市場価格で取引できる仕組みが合理的に構築されていれば、それで相当性は満たされるという解釈をすべきではないかと思います。

最後に、必要性・相当性をだれが判断するのか。買収防衛に関するブルドックソース事件決定では、必要性については株主総会決議を尊重する、要するに、必要性は株主総会、相当性は裁判所という枠組みがとられました。報告書案で指摘されていることですが、この最高裁決定の枠組みは買収防衛の場面だからこそだと思います。つまり、買収防衛の場面では、利益相反の立場に立つ取締役決定させることはできませんし、かといって、いい買収か悪い買収かというようなことは裁判所にもわからないのでありまして、決定できるのはまだしも株主総会しかないという事情がある。

これに対して、ライツ・オファリングの場合は、こういう買収防衛の場合のような問題はありませんので、取締役会が決定できる。ただ、それは相当性とともにもろに裁判所の審査に服することになるのではないかと思います。結局、ライツ・オファリングの場合は、必要性・相当性ととも裁判所が決めることになるところではないかと思います。この株主平等原則関係の問題につきましては、後ほど神作先生からお差し支えない範囲でご教示をいただくと幸いです。

3. コミットメント型と自己新株予約権の有利処分

最後に、自己新株予約権の有利処分規制という問題を取り上げさせていた

だきます。これはライツ・オファリングには限らないのですが、現在の会社法には、新株予約権の有利発行規制はありますけれども、有利処分規制を欠いています。コミットメント型の場合、発行会社は自己新株予約権を証券会社に売却しますが、その価格は、いかに証券会社に有利であっても、有利発行規制に相当する規制は働かないことになります。自己株式処分のほうは、既に会社法制定前から新株発行に準じた手続をとる必要があるとされていましたが、会社法では新株発行と自己株式処分とは手続面では完全にそろえられましたが、新株予約権処分についてはなお手当てを欠いています。しかし、新株予約権についても、特に有利な価格で処分されると、有利発行と同じように既存株主の経済的利益が害されますので、ご出席の藤田友敬先生が、会社法制定前の早い段階から手当てが必要ではないかという問題提起をされていたところでもありますけれども、ここは立法論として課題が残っているのではないかと思います。

有利処分に株主総会の特別決議を要求することになりますと、ライツ・オファリングを利用しやすくしようという、現在向かおうとしている方向には反することにはなりますけれども、公正な価格で売却さえすれば、取締役会決議だけでいいわけですし、特別決議が必要になる場合であっても、決議の効力は最大1年間あります。ですから、ライツ・オファリングの円滑な利用を妨げることになるという理由は、新株予約権の有利処分規制の創設に反対する理由にはなりにくいのではないかと考えます。

多数の問題があり、雑駁な報告となりましたけれども、ただいまの報告につきましてご質問、ご意見をよろしくお願いいたします。相互に関連する問題が少なくないと思いますので、どこからでもよろしくお願いいたします。

討 議

株式の割当てを受ける権利の譲渡性

黒沼委員 ワーキング・グループとは関係のない、簡単な質問なんですけれども、会社法のもとで株主割当ての新株発行の方法は、割当てを受ける権利

の譲渡を認めるかどうかで異なるとおっしゃったんですが、会社法上の割当てを受ける権利については、譲渡性を持たせることもできると解されているのではないのでしょうか。特に条文上は何も規定はありませんけれども、そういう記述をある体系書で読んだ記憶があるのですが。

前田副会長 会社法制定前は、割当てを受ける権利を新株引受権と呼んでいましたけれども、新株引受権を譲渡するのであれば、それは新株引受権証書によりなさいという制度になっていましたね。会社法制定時に新株引受権証書の制度は廃止をし、そして割当てを受ける権利を譲渡できるタイプの新株発行は、新株予約権無償割当て制度によることにしたと私は理解しておりましたので、会社法のもとでは、株式の割当てを受ける権利は譲渡できないということが前提になっていたと理解をしていたのですけれども、ほかの先生方、いかがでしょうか。

藤田先生、会社法制定時には、株式の割当てを受ける権利の譲渡性については、どう考えられていたのでしょうか。

藤田委員 私もよくわからないのですが、そもそも譲渡可能な株式を受ける権利というものは観念しないのじゃないですか。旧法下の新株引受権のような譲渡の対象となる権利なるものはもう観念しないということにしちゃったので、譲渡できないという扱いになるのじゃないでしょうかね。

前田副会長 しかし、202条1項で、株主に株式の割当てを受ける権利を付与するという形にはなっているのですね。株式の割当てを受ける権利というものはあるけれども、これが譲渡できるとなると、会社法制定時に新株予約権無償割当ての制度を入れたときの議論とは合わないのではないかと思うのですけれども。

黒沼委員 会社が決めることができるのですから、両方ともあり得ると思いますし、割当てを受ける権利に譲渡性を持たせても、実際どれだけ譲渡できるのかとか、その方式はとかいろいろな問題がありますから、そんな重要な問題ではないと思っています。

藤田委員 先ほどの譲渡の対象となる権利がないという表現はちょっとおか

しかったかもしれませんが、従前の規定というのは、新株引受権が与えられた場合に譲渡できることを定めることができるという内容だったのですね（平成 17 年改正前商法 280 条ノ 2「前号ノ引受権ヲ譲渡スコトヲ得ベキコト」）。そして、それが削除された。それで、そもそも株式を引き受ける権利を譲渡できるように決めることはできなくなった、譲渡の対象としようような権利ではなくなったと整理したつもりではないかと思います。少なくとも立案担当者の発想はそうだったのではないかと思います。

コミットメントを行う証券会社と公開買付け規制

川口委員 本日のご報告では、公開買付け規制の適用範囲について、前の段階、すなわち新株予約権を取得した段階で公開買付け規制をかけるのか、あるいは、新株予約権を行使し、株式を取得したときにかけるのかという問題で、後者のように改正をしたというお話がありました。その趣旨は理解したのですが、結局のところ、証券会社が株式を取得する段階で公開買付けは要るということなののでしょうか。あるいは、その段階で、大量保有報告も義務付けられることになるのでしょうか。確認なのですが。

前田副会長 だれに公開買付け規制がかかる場面を考えておられるのでしょうか。

川口委員 証券会社です。

前田副会長 コミットメント型の場合のコミットメントを行う証券会社ですね。

川口委員 はい。

前田副会長 コミットメントを行う証券会社は、今回の改正で引受人と扱われることになり、私の報告では、いろんな規制がそれに連動してかぶってくるという方向でお話をさせていただきましたけれども、引受人とされることで、逆に規制を免れる面もあります。すなわち、株券等所有割合の計算について、引受人は一時的に株券等を保有するにすぎないという観点から、引受業務によって保有する株券等は、株券等所有割合の算定に際して加算しない

という規定がありますね。コミットメントを行う証券会社自身は、これで規制から外れることになるのではないかと思います。

川口委員 証券会社の行為が引受けに該当すれば、これまでの規制内容を変えずに、規制の適用を免れることになるということですね。

永井オブザーバー（以下 OBS） 証券会社が引受人になる場合には、株券等所有割合には加算されない方向で金融庁とはお話をさせていただき、新たなパブコメ等で回答が出される方向と理解しております。

前田副会長 先ほど申しましたように、引受業務として保有している株券等は株券等所有割合の算定に当たっては加算しないけれども、その猶予期間をもっと長くしてほしいという要望があるようですね。

外国の証券規制への対応（その1）

近藤委員 「外国の証券規制への対応」というところでは、ブルドックス事件決定を引用されているわけですが、この決定における必要性の判断というのは、結局、会社・株主全体の利益を考えたときに必要かどうかという基準ではなかったかと思います。しかし、ここでは事務コスト負担を考えれば行使制限をする必要性があるということになっているようです。コストを考えると必要であるということで必要性の基準を満たすというのは、ちょっとハードルが低いかなという気がするのです。もしも経費がかかるから必要なのだといえればよいということになると、かなり許容される幅が広がってしまうのではないか。その結果、多くの場合に平等原則を無視できるというか、平等原則はあまり問題にしないでよいことになるのかなという気がしたのです。

前田副会長 ライツ・オファリングの場合も、外国の証券規制のゆえにライツ・オファリングが実行できなくなると、会社にとっては損害だといっていいと思うのです。ただ、近藤先生のご指摘は、その不利益の大きさが、敵対的買収のような場合とは随分違うのではないかということだと思います。

自信があるわけではないのですけれども、必要性とか相当性とかいう基準は、それぞれ別個に判断するのではなくて、相互に関連させて理解すべきものではないでしょうか。つまり、必要性が大きければ、それだけ大きな差別的扱いができるけれども、必要性がそれほどないのであれば、そんなに大きな差別的扱いはできないということだと思っております。

逆にいいますと、今回の場合は、相当性の観点では外国居住株主についても経済的には不利益を与えないような措置がとられるわけですから、そちらから考えますと、必要性のほうはそんなに重大な損害を会社が受けることまでは要求しなくていいのではないかと思います。

近藤委員 そうですね。必要性だけ取り出して、こう書かれると、ちょっと気になったのですけれども、おっしゃるとおりかと思います。

中東委員 私も近藤先生と同じ問題意識を持っていまして、前田先生がおっしゃったように、必要性と相当性の相関関係で見ることはそのものは、それでいいと思うのですが、やはり前田先生がおっしゃいましたように、米国が自国の投資者保護のために設けた規制が日本で妨げになっていることが不合理だという価値判断が入っているという理解でよろしいのでしょうか。

前田副会長 そうですね。

神作委員 この報告書は現時点では公表されていませんが、会議自体はもう終了しております。本報告書の大前提として、ライツ・オフアリングが利用される局面において、支配権の争奪について争いが無い場面に限定して議論していることを申し上げます。

そういう意味では、まさに近藤先生や中東先生がおっしゃるように、そもそもブルドックスソース事件の最高裁の基準が適用される局面なのかどうかというところから問題になり得るところなのですけれども、一応実務として慎重に考えていく場合には、ブルドックスソースの基準が適用されたとしても、それをクリアできるように準備しておく必要があるのではないかと思います。から、ブルドックスソース事件に基本的に準拠しながら議論をしています。

先ほどの中東先生の、価値判断があるかどうかというご質問につきましては、

多分そういう面は否定できないのではないかと思います。と申しますのは、EU諸国のように株主に持株比率に従った新株引受権が認められている国でさえ、実務では、結局のところ、ライツを付与はするけれども行使させないという形でライツ・オファリングを行っていると同っております。

ただ、どのような根拠に基づいてそのような実務を行っているのかその理由が必ずしもはっきりしなくて、同じ状況の株主を同じに扱う、これが株主平等だという会社法の規定を持っている国は、アメリカに居住する株主とそれ以外の株主とでは状況が違うんだ、だから、当該条文には触れない、こういった解釈をしている国もあるのですけれども、もうちょっと形式的に株主平等原則を規定している国では、会社法の解釈として正面から平等原則に違反しないとは非常にいいづらいところがあって、この問題についてはどの国でも非常に苦労しているように思います。

しかし、実務の方向はとも、ヨーロッパでもアメリカに居住する投資家にはライツを行使させないということで定着しているわけで、日本はヨーロッパに比べたら、公開会社の株主に持ち株割合に従った新株を引き受ける権利が法定されていない分、ハードルが低いのではないかと思います。ところがありまして、どのようにしたらいいかという議論の中で、きょう、前田先生からご紹介いただいたような方向が出てきたということではないかと理解しております。

ほかに、金融庁の会議にご出席されている方もいらっしゃるので、ぜひいろいろと訂正あるいは補足していただければと思います。

中東委員 今の点でもう少しお教えいただければありがたいのですが、平等原則との関係で随分悩みが深いというのはわかるのですけれども、例えば、従来でも自己株式取得を公開買付けで行う場合に、米国居住者を対象外とすることが実務的にも行われてきたと思うのですが、それとの関係はあるのかどうか、1つ伺いでできればと思います。

もう1つは、とりわけ組織再編に伴う Form F-4 について、日米投資イニシアチブ等でも数年来ずっと議論してきたはずなのに、ここ2年ぐらい両国

関心事項としても扱われていないようでもあり、もう議論していないのかも思えます。本来的には、証券規制当局あるいは政府の間でこういったコンフリクトが起こらないようにすれば、そのほうが望ましいと思っているのですが、この点についてはどういう議論がなされているのでしょうか。

神作委員 私の理解では、前者の問題は、公開買付法を会社法と見るかどうかという大問題がありますけれども、直ちに会社法の株主平等の規定が適用される局面ではないと思うのです。株主平等の取り扱いという原理は、どこの国の公開買付けにも多分あるかと思いますが、ここで論じている問題は、新株予約権の無償割当てという会社法上の問題ですので、伝統的に会社法の基本原理といわれてきた株主平等原則との抵触という点でより問題が深いのかなと思っております。

後者のご質問については、むしろ私よりも適切にご回答をいただける方がいっぱいいらっしゃるかと思いますので、お願いしてよろしいでしょうか。

松尾委員 私はもう古いのですけれども、昔 2002 年から 2005 年の 3 年間、金融庁で国際証券関係を担当していましたので、経済産業省と米国通商代表部（USTR）が共同議長をしていた日米投資イニシアチブの会合にも、金融庁の代表として出席していました。当時日本側からは、米国 2002 年サーベンス＝オクスリー法（SOX 法）に関する要望をしておりました。そのほか、日米間には、日米財務金融対話や日米規制改革対話などの対話の場がありました。こうした経験から、私は、日本がいくら改善を主張しても、アメリカという国は自国中心主義であって、改善しないと思っております。日本一国だけ主張しても残念ながらアメリカには通らないのが現実ですので、こうした事態を克服するためには、EU を含め国際的に団結してアメリカに対応する必要があります。それでもなかなか改善しない場合には、EU もそうなのですが、結局、日本のほうで何とか手当てを考えるしかないということになってしまいます。

資金調達手法としての位置づけ

松尾委員 せっかくの機会ですので前田先生にちょっとお伺いしたいのですが、さきほど神作先生が、ヨーロッパでは株主割当ての原則があると指摘されました。そもそも日本はそういう原則がなくて、株主割当てもあり、第三者割当てもあり、公募増資もありということで、資金調達手法について自由な制度になっています。今回の法制度の整備は、そういう自由な資金調達手法の1つとしてライツ・オファリングを通じた資金調達をできるだけしやすくするとともに、一定の規律を働かせることを目的とするものであると考えられますけれども、先生は資金調達手法は発行体が自由に選ばばいいというお考えで、特に政策として違和感はないとか、その辺はいかがでしょうか。

前田副会長 新株発行の方法として、公募を選ぶか、第三者割当てを選ぶか、それとも株主割当てを選ぶかというのは、会社が自由に選択すればいい話だと思います。

ただ、報告の中でも少し申しましたように、第三者割当てについては、現在さまざまな問題が起こってきているのは否定しがたいところだと思いますし、近い将来、会社法が改正されて、第三者割当てについては規制が強化される可能性もあるという状況にありますので、選択は自由ですけれども、現実には、今後、ライツ・オファリングのような株主の保護に手厚い形の資金調達手法は、だんだん重要性を増してくるのかもしれませんが。しかし、公募か、第三者割当か、株主割当てかで、特にどれがいいとか悪いとかいう問題ではないと私は理解しております。

募集概念との関係

松尾委員 追加で、細かいことなのですが、先生のレジュメの2ページ目のところで、まず1点目は、金融庁の企業開示ガイドライン2-3で、引き続き新株予約権無償割当ては新株予約権証券の取得勧誘に該当するという解釈を示しています。私も政策論としては、新株予約権無償割当ての段階でできるだけ早く募集ととらえるというのは正当だと思っているのですけれど

も、役所をやめたからいえるのですが、「取得勧誘」と捉えるのは解釈論としては無理があるのではないかと考えています。

これは実質的には「取得勧誘」とみなすという一種のみなし解釈、立法論的解釈に他ならないと思っています。立法論として、法令上、たとえば「取得勧誘」とみなすという規定をちゃんと一言置けば済む話なので、そういう手当てをするべきだと思っています。この点は、平成 23 年金商法改正による改正後の 13 条 1 項ただし書で「当該有価証券の募集が新株予約権証券の募集（会社法第 277 条 1 項に規定する新株予約権無償割当てにより行うものであって…）」によって手当てされているといえるのかもしれませんが。

もう 1 つは、2 ページ目の下のほうで、割当て日の 25 日前問題（金商法 4 条 4 項）で、実は私、ライツ・オファリングの促進のために金融庁に要望していて、内閣府令を改正していただいて（企業開示府令 3 条 5 号）ありがたかったのですが、そのときにちょっと調べてみて、もともと割当て日の 25 日前の考え方は、先生のご説明のとおりなのですが、なぜ 25 日かというと、15 日（待機期間）プラス 10 日なのです。これは昭和 46 年証取法改正のときに入ったままなのですが、今は権利落ちについても $T+3$ になっていまして、10 日というのはかなり余分にとっているわけでありまして、これは今後の立法論になるのですけれども、そもそも 25 日前の届出義務というのが現在でも必要なのかなと思います。特に上場会社については、15 日も中 7 日に短縮可能です（企業開示ガイドライン 8-2）ので、実際には短縮されているわけで、25 日も要らないだろうとは思っています。

前田副会長 前のほうでご指摘くださった、新株予約権の無償割当てを割当て段階で募集と見るのは無理だとおっしゃられるのは、勧誘がないからですか。

松尾委員 ええ。勧誘がないからです。

前田副会長 しかし、報告の中で少し申し上げましたように、普通の株主割当て、つまり割当てを受ける権利を譲渡できないタイプの株主割当てであれば、会社法 202 条に基づいて割当てを受ける権利を付与すれば、それで募集

になると一般に考えられているところではないかと思いますので、そのこととの整合性は必要になってくるのではないのでしょうか。無償割当ての場合も、申込みはないけれども、その段階で行使を勧誘している、つまり、普通の株主割当てで割当てを受ける権利を与えているのと同じ扱いにしなければ整合性がとれないのではないかと思います。金融庁が示された解釈は、私は非常に説得力を感じたところではあるのですけれども。

松尾委員 私はもともと、金商法の解釈は文理を基本としたうえで趣旨を踏まえて行うべきとの考え方です。いくら正当な政策上の価値判断があるとしても、規定の文言を超える解釈をすることは解釈論の範疇でないと考えております。もともと開示における勧誘概念というのは、企業開示ガイドラインにありますように、業規制における勧誘より広い多義的な概念になっています（企業開示ガイドライン 4-1）。それはそれで構わないと思っているのですけれども、新株予約権無償割当てを取得勧誘と解することはいかにもフィクションであると思います。株式無償割当てにより株式を発行する場合は、「有価証券の募集」とはならないと解されています（企業開示ガイドライン 2-4 ⑥）。立法論で手当てしたほうがいいと思っています。

促進に向けた実務上の課題

松尾委員 むしろ証券会社の方にお伺いしたいのですけれども、ライツ・オフアリングはどのように法制度の整備はしていただいているわけですが、実務的には、結局、個々の株主に接触されるのは、その株主さんが取引口座を持っている証券会社です。ライツ・オフアリングの引受けを行う証券会社はホールセールの証券会社であり、個々の株主に対応するリテールの証券会社が違うので、リテールの証券会社はコスト負担があって会社としてそれを取り扱うインセンティブがなかなか働きにくいという問題があるため、タカラレーベン以来、なかなかライツ・オフアリングの事例が出てこないという話も聞きます。これは法制度の問題ではなくて実務上の問題となります。

結局、これを促進するには、個人的には、例えば発行体がりテールの証券

会社のコストをある程度負担するような形にしないと、うまく進まないのかなと思わないでもないのですけれども、証券会社としては、実務的にこれが進まない理由、あるいは進むためにどうすればよろしいかというようなことを教えていただければと思います。

永井 OBS 理由の1つは、現行制度はやはり日程が非常に長いということです。欧州では5週間ぐらいで終了できますが、日本の場合にはもっと時間がかかる。これをどれだけ短縮できるのかが重要です。特に非常にボラティルなマーケットで3カ月近くも費やすのは実施を決断しにくくしている大きな理由です。

具体例で出された会社を、代表例として議論するのは避けたいと思いますが、やはり希薄化を避けるために権利行使された株主が現実的には多かったようです。

自己新株予約権の有利処分

永井 OBS コミットメント型の自己新株予約権の有利処分ということで立法論的なご説明がございましたが、実務的な観点からいいますと、もともとの行使価格の決め方は、時価となるべく同じ価格でというのが理想ではあるのですが、時価と同じ水準ではなかなか行使をしていただけない場合も多く、行使価格をある程度ディスカウントせざるを得ない。それが失権されて、すなわち権利行使されない部分を業者が引受ける場合、かなりディスカウント幅がないと実務的には動かない。この点を有利発行規定の射程内におさめておくべきだという議論は、株主割当の制度を現実にご利用しにくくする要素を強めるのではないかと考えられます。

また別の点ですが、そもそも「発行会社が自己新株予約権を」と記述されていますが、株主に割り当てて権利を行使されなかったものは、そのまま発行会社のものにするというのはどういう整理でしょうか。自己のものにすることが必然でしょうか。

前田副会長 コミットメント型の場合は、あらかじめ新株予約権に取得条項

をつけておいて、行使期間までのある一定時期を定めて、その時期までに行使されない分は取得条項に基づいて会社が取得をしますので、会社のものにはなるのですね。

永井さんが前のほうでご指摘くださった、行使価格はディスカウントせざるを得ないという点ですけれども、これは無償割当てですから、発行のときは、いくらディスカウントしても、特に有利かどうかを問題にする必要はないのですね。

永井 OBS 行使価格の決め方に関連するのではないのでしょうか。

前田副会長 ディスカウントを大きくすれば、それだけ新株予約権の価値が高くなるというだけのことであって、無償割当ての形をとる限りは、発行段階では有利発行の問題はなく、会社が取得したあと、外に出すときに初めて有利処分の問題が起こるのだと思います。

永井 OBS ただ、行使では払い込みを強制することを前提にしていますので、行使価格は、株主にとって重要な要素です。新株予約権自体は無償かもしれませんが、発行会社としては行使がなるべく行われる行使価格を決めなければいけません。行使されなかった分をどう処理するかはさらに重要です。手続きが短縮化されても40～50日は要するとなると、かなりの程度の価格ディスカウントがないと実務的には処理はしにくいと思われます。

太田委員 今のところは悩ましい点なのですけれども、確かに自己新株予約権の有利処分の場合に、一律に有利発行規制がかからないとなると、脱法的といえますか、潜脱的な利用が非常に行われ易くなりますので、それはそれで問題だと思うのですが、ライツ・オフリングの場合は少々状況が異なると思っております。まさに今、永井さんが仰ったように、ライツ・オフリングの場合は、一旦無償割当ての形で新株予約権を全株主に交付した上で、そのうちの行使しなかった部分、ある意味、「余り物」の予約権を取得してきて、それをコミットした証券会社に渡して、更に処分してもらうという話です。つまり、最初に一旦無償割当てを行っていて、その中の行使されなかった残りの部分を最後に処分するためにはどうしたら良いかということだと思

います。従って、単純に、最初に新株無償割当てがなされていないときに、発行会社が特定の者（藁人形）と通謀して一旦予約権を渡しおいた上で、発行会社がそれを取得して、今度は低廉な価格で本来発行会社が予約権を割り当てようと思っていた者に当該予約権を付与する、といった行為について、発行会社による取得後の処分は新株予約権の「発行」ではなく「自己新株予約権の処分」だから有利発行規制は適用されない、という、潜脱的であって非常に問題だと思いますが、ここで議論されている状況はちょっと事情が異なるのではないかと思います。ですので、実務家的な観点からは、そこは今申し上げた潜脱的な場合と区別して、そのような問題が基本的には起きにくいライツ・オフリングの場面では、会社法の文言どおり、「自己新株予約権の処分」には有利発行規制は適用されない、と解することが十分できるのではないかと思います。

前田副会長 確かに濫用的なものだけ抑えればいいではないかというのも1つの考え方かもしれないのですけれども、ただ、株式のほうは、報告の中でも申しましたように、完全に新株発行と自己株式処分は手続面ではパラレルにしたにもかかわらず、新株予約権のほうは、まだバランスが欠けたままだという問題はあるのですね。

藤田委員 今の点だけについて申し上げますと、これは自分ではうまく行使しなかった人が処分の機会を保証するためにこういう仕組みを作るわけですね。だから、一般的な募集新株予約権の発行そのものの問題とは相当性格は違うような気がします。会社が直接主体にならずに権利が移転できればいいだけの話のところは一瞬介在しているだけのようなケースですので、一般的な場合とちょっと性格が違うような気がしますし、仮に有利発行規制を入れ、さらには募集新株予約権の公告その他の規制を全部かぶせたりしますと、やはり働かなくなるような気がします。立法論的には、こういうタイプのものについてのいわば簡易な処分の仕組みをつくるほうが、いいのかもしれませんが。例えば取得条項で、取得した値段より高い値段だったら差し当たりフリーパスにするとか、こういう局面に限定しての簡易なルールというのはつくり

得ると思うので、そのほうが筋なのかなという気はします。

ただそうすると、会社法で全部これを新株予約権の無償割当てという形で新株予約権の制度を組み直したという仕切りから、そもそも件名だったのかな、こんなところまでつめて考えてやったのかなという気がしないではない。

もっとも一般論として新株予約権の処分について有利発行がないということが大きな穴であることは、全くそのとおりなので、あまり濫用して欲しくないのも確かではあります。

外国の証券規制への対応（その2）

藤田委員 神作先生への質問ですが、外国との話ですが、支配権の話は起きないという前提で報告書を検討されているということでしたでしょうか。

神作委員 いいえ、起きる可能性はあるのですが、そのような場合は報告書の射程外であるという趣旨です。

藤田委員 起きないというのではなくて、起きない場合だけを想定して議論をしているということですね。そこを確認したかったのですが、例えば、かなり大きな持株を持っているような外国人投資家がいたら、かなり厳格な審査に服することもありうるという前提ですね。わかりました。

もう1点確認させていただきたいのですが、相当性との関係ですけれども、「経済的利益の回収が可能であれば、実質的に権利行使を制限されることに不利益はない」とあって、これは考え方としてはそのとおりで、一般論としては賛成なのですが、問題は どうやって経済的利益の回収を確保するかですね。一番簡単にこういう問題を回避しようと思うと、新株予約権に取得請求権をつけるということが考えられそうなのですが、これはしないのですね。それをしないのはなぜでしょうか。ブルドックスソース事件の場合も、あれは取得請求権をあえてつけなかったのですが、税かなにかちょっとテクニカルな理由だったと聞いた憶えがあります。ともかく取得請求権をつけるのが一番機会を保証する方法として一番簡明で、それをすれば相当性はかなり簡単にクリアできそうな気がするのですが、どうしてそういうやり方は想定され

ないのでしょうか。

前田副会長 今、藤田先生がご指摘くださった取得請求権の問題は考えていなかったのですが、神作先生、いかがでしょうか。

神作委員 もちろんつけることによって相当性についてさらにクリアしやすくなるということは会議の場でも多くの方が指摘されたのですが、他方で、取得請求権をつけた場合に、例えば、アメリカに居住する株主が取得請求権を行使するときの価格と国内の株主が行使するときの価格が同じにできるのかどうか等々、実務的にいろいろ問題があって、報告書では記載されていないものと理解しています。

藤田委員 取得請求権は条件をつけて、特定の国に在住するために新株予約権を行使させてもらえない人だけに請求権が発生するわけですね。新株予約権を行使できる人は買い取ってはもらえない、行使できない人は一定の値段で買い取ってもらえるだけで、直接は平等の問題は起きない気がしますが。ただ、ひょっとすると税金とかが変にかかるというのがネックになるのかなとも思ったのですが、そういうものでもないですか。

神作委員 取得請求権の行使により結構高い金額が交付されるとすると、日本の投資家も、みんなそれを行行使してしまって、何のためのライツ・オフERINGか、その目的を達成できない危険があると思います。

藤田委員 いやいや、そもそも新株予約権を行使できない海外投資家しか取得請求権を行使できないように定めるのが前提です。

黒沼委員 一定の価格を取得請求権によって保証するということにすると、それは市場で流通している価格に比べて高くなったり安くなったりすることがあるので、逆差別になるのではないかという危惧があったと思います。

太田委員 これは実務的には証券会社の方にお聞きしたほうが良いのかもしれないのですが、若干補足いたします。私も最初、取得請求権や取得条項をつけて米国在住株主が現金を確実に確保できるようにした方が相当性の観点からは良いのではないかと考えていたのですが、実際に証券会社の方にお話を伺ったところ、取得請求権の行使や取得条項の発動に関しては、今、

藤田先生が仰ったとおり、アメリカのような特殊な規制がある国の在住株主について取得請求権の行使ないし取得条項の発動を認めるとした場合には、取得請求権を行使した人ないし取得条項を発動して予約権の強制取得を行おうとしている相手方株主が本当に米国在住株主かどうかを確認する必要がある、この点がオペレーションの問題としてワークしないということが現状のようでございます。従いまして、アイディアとしては、取得請求権を付すことや取得条項を活用することも考えられるとは思いますが、実際上はなかなか難しいという感じでした。

青木委員 「外国人株主を外す」という結論は正しいと思います。外国でもそうである、根拠はよくわからない、と神作先生はおっしゃいましたけれども、まさにそのとおりでしょう。私はいろんな外国の株を持っていますが、本国でこういった事情があるときに、株主権を行使させてもらったという記憶がありません。「あなたは日本居住者だから、権利は行使できないからお金を振り込んでおくよ」というのばかりです。

むしろ８ページ目みたいに丁寧に、相当性とか必要性とかいってしまうと、かえって食いついてくるんじゃないかと思うぐらい（笑）、まあ、外国人というのは、冷たく扱われるというのが世界的に普通だろうと思うのです。（笑）

ただし、アメリカが本当にこの１０％基準で押しているかという、全体的な方向としてはそうではないと思います。

先ほど藤田君がちょっといいかけたように、はっきりした大株主がいる場合を具体的に考えてやる必要があります。米国株主が一定数いれば、外形基準で通常から米国開示をしているということになっていたはずですがこの外形基準は実際には発動されてきていません（本人が言い出さない限りは通常はわからず、ライツオフリングと異なり本人がそれをいうメリットがないので）。ただ、そうはいっても、どうみても６割７割がアメリカに保有されているという場合については「実際には処分された例はないから」というのではきかなくなると思います。それ（ある日本会社の外国人保有比率が圧倒的となること）は夢物語だということかもしれませんけれども、欧州と

アメリカの間で、例えばイギリスの会社なんかでアメリカ人が相当保有している場合はもう出ているわけで、そういう場合にはやはり外形基準が気になります。そこでどうしたかという、SEC規則（参考、Fed. Reg. 34-58465）で欧州基準での開示内容を承認しましょうという扱いにしています。同じような問題が再編あるいはライツ・イシューでも出てくるわけで長い目で考えると、国際的な日本の大企業については、日本でやっている各種ディスクロージャーの効果を認めてもらう、そういうつもりでいかなないと続かないと思うのです（追記、米国開示が不要となれば、ライツイシューや再編から米国人を排除する理由は相当は解消すると思う）。

以上を要するに世界中でやっているように、外国株主の扱いがコストに合わないドメスティックな会社の場合には切り捨てちゃうのは普通と正々堂々割り切って、ただし、外国株主が多い国際的な会社については日本のディスクロージャーを長期的には相互承認させるつもりでいることが、今回のライツオフリングもそうですが涉外問題がおこったときの基本的な考え方として必要だろうと思います。

あとは、コミットメント型については、特に有利な価格での残額引受けについての株主総会承認を、先ほど前田先生は1年間有効だとおっしゃったように思いますが、そんな不確定というか包括的な形での承認だと全く意味がないような気がします。たまたまなのかもしれませんが予約権につき有利処分規制が欠けていることをありがたく利用していいのではないかと思います（追記、目に余る安価な引受けはあらためて取締役の責任を追及すればよい）。

目論見書の交付方法の弾力化

黒沼委員 目論見書の交付の要否についてですが、前田先生が非常にきれいに整理していただきまして、改正法を根拠づけるには前田先生のご説明が最もいいのではないかと感じました。

ただ、1つだけ気になっている点は、結局、目論見書の交付方法の弾力化

といっても、上場するような新株予約権を発行する場合には、目論見書というのはそもそも作成する必要もなく、交付する必要もなく、日刊新聞紙への一定の情報事項の掲載はありますけれども、これが目論書とみなされるわけでもないわけですね。

そうすると、例えば、コミットメント型のライツ・オファリングをしたときに、引受けをしたと位置づけられる証券会社がいて、例えば発行者の財務諸表に虚偽記載があったというときに、引受証券会社が責任を負うかということになると、これは純粹に21条の解釈の問題になって、従来いわれていたように、目論書の使用者としての責任は出てこないのです。そこをストレートに考えていいかということが、今後問題になる場合が出てくるのではないかということに後から気がつきまして、目論書というのは何らかの形で少しでも残しておいたほうがよかったのではないかと、反省しているところなのですが、いかがでしょうか。

前田副会長 考えの及んでいないところについて重要な問題をご指摘いただきまして、ありがとうございます。

あるいは、今黒沼先生が少しおっしゃいましたように、日刊新聞紙を通じた情報開示をもって目論書の交付とみなすといいますか、目論見書を交付したと見るような制度にする、つまり、日刊新聞紙を通じた情報開示に虚偽記載があれば、あたかも虚偽記載のある目論見書を使用したのと同じように責任を負わせる、そういう制度にすることが1つあり得たのかもしれませんが。

それから、これは報告の中で疑問を提示させていただいたのですけれども、今回、日刊新聞紙への掲載ということが目論見書の作成・交付を省略するための要件の1つになっているのですが、割当通知で済ますことはできなかったのかについて、私のような理解でよろしいでしょうか。つまり、取得と同時に交付せよという規定との関係で、割当通知にEDINETのアドレス等を書いたのでは、同時に交付したことにはならないと考えたのですけれども。

黒沼委員 この点については、少なくともワーキング・グループでは議論されていなかったと思います。古澤さんがおられれば、もっと詳しいことを聞

けたかもしれません。

ただ、ここに書いておられることは、形式的には確かにそのとおりだと思いますけれども、この目論見書というのは実質的には新株予約権を行使するかどうかについての情報提供だと考えれば、これは通知をした時点で予約権を取得したと同じということになっても、実際にその情報が必要になるのは、それよりも後の時点だと考えられますので、割当通知の際に通知をするというのでも実質的にはおかしくはないと思います。

松尾委員 私はこの案をつくるのには全く関与しておりませんが、金融庁の通常の発想からしますと、これは金商法の中で対応し、会社法を利用するということは考えないということではないかと推察します。

日刊新聞紙への掲載は、私はこれを見て、企業開示府令 14 条の 2 に、発行価格等を後で公表すればいいという例外規定があって、日刊新聞紙 2 紙以上に掲載するなどの公表方法があって、これに似ているなと思いました。大体何か規定を設けるときに既にあるほかの条項を参考にしてつくりますから、これを参考にしてつくったのかなと推察します。

引受証券会社に対する規制

松尾委員 最後の有利発行のところですが、濫用事例として考えられるのは、確かに先生方のお話にあったように、証券会社ではなくて、たとえば、外国のファンドが未行使の新株予約権を安く買い集めて支配権を取ろうというようなことが考えられます。今回の金商法改正ではそれが念頭にあって、結局、それは有価証券の引受けであると整理し、先生のご指摘のように、第三者の行使分も有価証券の引受けに入っているので、有価証券の引受けに該当するから、金融商品取引業なので、金融商品取引業者でないことができないということかと思います。

問題は、外国のファンドの場合、それを執行できるかどうかという課題はあるのですが、有利発行は、会社法上の話と保護法益が違うのかもしれませんが、先生のご指摘のとおり、金商法の枠内で業者規制と引受

審査のチェックの観点から、そういうことのないように、同じではないですけども、そういう規制で投資者保護を図ろうとしたのかなと思っています。

太田委員 引受けの関連で1点お伺いしたい点がございます。証券会社の方々と色々と話をしますと、コミットメント型のライツ・オファリングが普及するための条件の1つとして、プレヒアリングがもっと自由にならないのかという話と、もう1つ、イギリスとかで行われているサブアンダーライターというような仕組みを作る必要があるのではないかという話がよく出てきます。後者は、機関投資家がここでいうライツの行使を確約することによって一定の引受証券会社の引受けリスクを軽減するというもので、イギリスとかでは広く行われているようでございます。このような仕組みがあることが、イギリスとかでライツ・オファリングが広く使われている前提にあるのではないかと感じています。サブアンダーライターは、イギリスの仕組みを見ますと、ライツの行使を確約することによって引受証券会社から引受手数料の一部の配分を受ける、という仕組みが採られているようでございます。

このサブアンダーライターという仕組みについて、今回の金商法の平成23年改正との関係で見ますと、まず引受けかどうかという点では、2条6項3号では、とりあえず予約権証券を取得した者が行使しないときに、それを取得して行使することを内容とする契約をすることが規定されていますので、取得した者自身がライツの行使を確約する行為自体は、別に引受けには当たらないということでこちらは問題ないのだと思います。しかし、44条の4の引受人の信用供与の制限との関係では、私は当該規定の立法趣旨をいま一つ理解してないところもあるのですが、この規定を見ますと、よくわからないのですが、引受手数料の一部をサブアンダーライターに分配することは、44条の4にひっかかるという議論もあり得るのではないかと思います。

これとは別に、一部では、特定の機関投資家、つまり、サブアンダーライターとなる機関投資家だけに引受手数料が引受証券会社を通じてそのまま流れることが、特定の株主への利益供与に当たるのではないかと、株主平等

原則違反なのではないか、ということもいわれているようでございます。この点は、とりあえずは引受証券会社から支払われる以上は、特定の株主に対する権利行使についての利益供与ではないと「言い張る」ことはできそうだと思いますのですが、44条の4の規定まで考慮に入れると、こちらの制限の方には抵触するということにもなるようにも思えます。結局は、44条の4の射程範囲いかにということなのだと思いますが、そもそもこの規定の立法趣旨が余りよくわかってないところもありますので、この規定がどのような趣旨のものであるのかをご教示いただければ幸いです。

前田副会長 44条の4の規定の立法趣旨は、引受人が投資者に安易に取得させたり投資者に取得を押しつけたりして、自分の負担すべきリスクを回避するおそれがあるということだと思います。

この規定の趣旨からしますと、コミットメントを行う証券会社については、最後に株式を売る段階だけではなくて、そもそも行使のための資金を貸し付ける行為も規制の対象にすべきではないかとも思われるのですが、44条の4の規定は、通常の引受けの場合も含め、取得勧誘の時点で貸付けをすることは禁止していないのですね。引受人が自分で株式を取得してしまった後、それを無理にほかに押しつけるような行為がけしからんというのがこの規定ですので、太田先生がご指摘のような、行使のために新株予約権者の一部に資金を提供するような行為は、これには直接には抵触しないのだと思います。

利益供与あるいは株主平等原則との関係は、太田先生ご指摘のように、発行会社でなく第三者たる引受証券会社が支払う限りは問題にならないとは思いますが、発行会社も関与して会社の計算であると思われることはありうるので、これらの問題が生じる可能性を否定はしきれないとお話をお聞きいたしました。

永井 OBS 私どもは発行会社の立場でもあり、発行会社として発言させていただければ、権利行使がどれだけされるのかは非常に心配なのです。第三者割当の場合には、当然その第三者と交渉を続けて、いつ、幾らでというの

が明確であるのに対して、株主割当では、果たしてどのような条件であればその行使が十分になされるかが不明確です。太田さんがおっしゃるように、大株主とは事前に交渉したいけれども、それはできないので、そこを引受証券会社により少しでもリスク回避をしたくなります。発行会社として増資がいくらまでできるかが知りたく悩ましいところです。

前田副会長 発行会社の立場からしますと、普通の株主割当ての場合でも、どれだけの引受けがあるか、つまり、どれだけ資金調達ができるかということがわからないという事情はあると思うのですが、それと比較して、ライツ・オフリングの場合に、発行会社の立場から、どのような違いがあるのでしょうか。

永井 OBS 新株をそのまま出す場合のほうが、期間も短いし予測がしやすい。期間が長いのと、事務的な手続が非常に煩瑣であることが、やはり実行するのにリスクが高く踏み込みにくいところではないかと思われます。

金融商品販売法との関係

中村委員 余り論じられていないライツ・オフリングに関する論点として、金販法の適用の有無という問題があると認識しております。ご承知のとおり、金融商品の販売等に関する法律の中では、「金融商品販売業者等」の定義が「金融商品の販売」という用語を媒介にしてできて、それを業として行う場合がそれに当たるわけですが、金融商品の販売については「有価証券を取得させる行為」というのが定められていて、であるがゆえに、新株を事業会社が発行して、それを投資家に対して反復・継続して直接販売して取得させる場合も該当するという、これは立法当時以来の行政担当官の解説があります。

そうすると、発行会社が本件のような新株予約権の無償割当てを行うケースにおいては、新株予約権の無償割当てという行為をもって、反復というところは満たされることになるので、反復する行為によって有価証券を取得させることとなり、その有価証券というのが新株予約権自体なのか、それとも

新株予約権のアンダーライングである普通株式なのか、それについては見方は両論あり得るかと思いますが、文言上は「有価証券を取得させる行為」というふうにとらえてしまうと、該当しかねないという問題があります。

他方で、そもそも金融商品販売法は、「金融商品の販売」という言葉にあらわれているように、そもそも対価性のあるものを認識していたのではないかという解釈論も、別途あり得るかと思います。

というところで、発行会社がライツ・オフリングをする場合に、新株予約権の無償割当てをすることによって、重要事項のリスク説明を株主に対して殊さらに行わなければならないのかという論点が一応あって、それについては「金融商品の販売」という定義から除かないと、それ以降の解釈という場面ができなくなってくるので苦しいかなと思っている次第ですが、どうかご意見があればお伺いしたいと思って論点提起させていただきました。

黒沼委員 反復・継続して行うというのは、どの点をとらえておっしゃったのですか。

中村委員 それが1回の株主割当てで多数の株主に対して割り当てることが反復という言葉に該当しないのであれば、1つそこは乗り越えられる要素にはなると思います。

黒沼委員 自己募集は、そもそも業を構成する行為にしていないから免れるということですか。

中村委員 金商法のほうでは、そうですね。

黒沼委員 しかし、例えば上場会社でない会社が株式を関係者に数回発行したということで金融商品販売業者になるというのは、どう考えても不自然な解釈なので、やはり金融商品販売業者の定義の解釈のところで押さえておく必要があるし、それはできるのではないかと思うのですけれども。

中村委員 立法担当官の解説あるいは改正担当者の解説を前提にしなければ、そういう考えができるかと思うので（笑）、より適切な解釈だとは思っておりますが、どうも実務上は行政担当官の解釈を前提に動くとなると、そのところがちょっとネックになって、仮に1回目のライツ・オフリング

は反復・継続という要件を満たさないという解釈ができたとしても、じゃ2回行くとアウトなのかというと、それもちょっとどうかと思うので、そういう意味では「金融商品の販売」というところか、あるいは、黒沼先生がご指摘のように、「業とする」の解釈で、そこは除くという手当てを解釈上できるのであれば、それが適切かなというふうに思いますし、そうすべきだと考えています。

前田副会長 ライツ・オファリングについては、多岐にわたる問題があり、貴重なご意見を多数いただきまして、どうもありがとうございました。まだご議論があると思いますけれども、時間になりましたので、これで質疑を終了させていただきます。

次回のアナウンスをさせていただきます。次回は、11月30日、水曜日、午後2時から4時まで、報告者は太田洋先生で、テーマは「公開買付規制」です。場所は、本日と同じく当研究所の6階の会議室です。

それでは、本日はこれで閉会とさせていただきます。どうもありがとうございました。

金融商品取引法研究会（2011年9月12日）

ライツ・オフリングの円滑な利用に向けた制度整備と課題

京都大学 前田 雅弘

I ライツ・オフリングの意義と形態

1 ライツ・オフリングの意義

○ライツ・オフリング

＝株主全員に新株予約権を無償で割り当てることによる増資手法（WG報告1頁）。

- ・株主割当ての方法による新株発行（および自己株式処分）のうち、新株予約権無償割当てにより、株主が株式の割当てを受ける権利を譲渡することができるタイプ。

2 コミットメント型ライツ・オフリング（資料2）

○共通 ①会社が新株予約権無償割当て。

②株主は行使、または②' 市場で売却。

○プラス ③会社が未行使の新株予約権を取得条項に基づき株主から取得。

④会社が当該新株予約権を証券会社に売却。

⑤証券会社が当該新株予約権を行使して株式を取得。

⑥証券会社が当該株式を市場等へ売却。

II 平成23年金融商品取引法改正までの経緯

1 平成17年の会社法制定前

1-1 新株引受権証書の制度

○会社は定款または取締役会の新株発行決議で新株引受権を譲渡することができる旨を定めることができる（旧商 280 条 / 2 第 1 項 6 号）。

- ・会社は申込期日の 2 週間前に新株引受権証書を発行（旧商 280 条 / 6 / 2 第 1 項）。

株主の請求がある場合だけ新株引受権証書を発行する旨を定めることも可。

- ・新株引受権証書は新株引受権を表章する有価証券。

株主は新株引受権証書を交付して新株引受権を譲渡し、新株引受権の経済的価値を回収。

- ・振替制度施行後、振替株式の新株引受権については、新株発行決議で振替制度の適用を受けることを定めることができる。

ー新株引受権の譲渡は振替口座簿の振替えによる（旧社債株式振替 170 条 1 項・171 条 1 項・191 条）。

○新株引受権の譲渡を認めると会社の事務処理の負担増。ほとんど利用されなかった。

1-2 新株予約権の通常の株主割当て

○新株予約権を「通常の」株主割当ての方法で発行。

＝株主に新株予約権の引受権を与え、無償で発行（旧商 280 条 / 2 第 2 項 12 号）。

2 平成17年の会社法制定

2-1 新株予約権無償割当ての制度の創設

○制度の簡素化を図るため、新株引受権証書の制度は廃止。

株式の割当てを受ける権利を譲渡できるタイプの株主割当て

→ 新株予約権無償割当て（会社 277 条）。

○会社法の下で、株主割当ての新株発行の方法は、割当てを受ける権利の譲渡を認めるかどうかで異なる。

・立法論としては、株主割当ての新株発行は、すべて新株予約権無償割当ての方法によることもありえたのではないか。

○新株予約権無償割当てを利用する場合と利用しない場合とで、整合性のとれた解釈をする必要はある（募集の該当性等）。

○会社法施行後、敵対的企業買収に対する防衛目的での利用に注目。

・第三者割当てについて問題点が指摘される中（平成 21 年のスタディグループ報告等）、資金調達の方法としてライツ・オファリング活用に期待。

2-2 新株予約権の通常の株主割当て

○新株予約権の通常の株主割当ても利用可能（会社 241 条 1 項）。

・申込み＋割当ての手続必要（会社 242 条 2 項・243 条 1 項）。

公開会社であれば取締役会決議必要（会社 241 条 3 項 3 号）。

○株主割当ての新株発行を、新株予約権の通常の株主割当ての方法で行う実益はないように思われる。

3 タカラレーベンによるライツ・オファリング（資料 3 参照）

○①平成 22 年 3 月 5 日 新株予約権無償割当ての取締役会決議
有価証券届出書提出
基準日設定公告

②平成 22 年 3 月 21 日 届出の効力発生

③平成 22 年 3 月 31 日 割当基準日

④平成 22 年 4 月 1 日 新株予約権無償割当ての効力発生
新株予約権の上場

⑤平成 22 年 4 月 16 日 目論見書の送付
新株予約権割当通知

⑥平成 22 年 5 月 6 日～5 月 31 日 新株予約権の行使期間

○長期間かかる等、利用しにくい旨の指摘。

4 平成 23 年金融商品取引法改正までの制度整備

4-1 有価証券届出書の提出時期の短縮

○株主割当てによる新株発行については、割当日の 25 日前までに届出を要する旨の特則あり（4 条 4 項本文）。内閣府令で例外（同但書）。

・開示府令 3 条に 5 号を新設（平成 22 年 4 月 23 日施行）

＝ライツ・オファリングを前記特則の例外とした。

→ 通常の待機期間の 15 日が確保されていれば足りる。

○通常の株主割当ての新株発行については、なお割当日の 25 日前の届出が必要。

○ 25 日の特則（4 条 4 項本文）の趣旨

＝割当日 4 日前の権利落ち日時点での名簿上の株主は払込みを経済的に強制。

払込みをしたくない株主は割当日 4 日前までに株式を売却する必要。

- ・新株予約権無償割当てでは、新株予約権を行使したくない株主は、新株予約権を譲渡すればよい。

→ 重大な投資判断を迫られることにはならない。

4-2 目論見書の交付時期の明確化

○開示ガイドライン 15-6 の新設。

＝新株予約権無償割当てに係る目論見書は、割当通知（会社 279 条 2 項）を受理した日に新株予約権証券の取得が行われるものとして、あらかじめ又は同時に交付しなければならない。

○新株予約権無償割当ては有価証券の募集に該当するか。

- ・取得の申込みがなく、形式的には募集にはなりえないように見える。

- ・開示ガイドライン 2-3

＝新株予約権無償割当てについては新株予約権証券の取得勧誘に該当。

- ・平成 19 年のパブリックコメントに対する考え方（資料 4 参照）

＝新株予約権の行使時の払込みを含めて考える必要があり、実質的には株主割当てによる株式の募集と同様であると考えられる。

- ・通常の株主割当てであれば、割当日の株主に株式の割当てを受ける権利を付与することに相当。

Ⅲ 平成23年金融商品取引法改正

1 概要

○「金融資本市場及び金融産業の活性化等のためのアクションプラン～新成長戦略の実現に向けて～」(平成 22 年 12 月 24 日公表)。

○金融庁・開示制度ワーキング・グループ報告「新株予約権無償割当てによる増資（いわゆるライツ・オファリング）に係る制度整備について」(平成 23 年 1 月 19 日)（資料 1）

○整備が行われた事項。

- ①目論見書の交付方法の弾力化。
- ②「有価証券の引受け」の範囲の見直し。
- ③公開買付規制・大量保有報告規制の適用範囲の見直し。
- ④インサイダー取引規制の重要事実の明確化。

2 目論見書の交付方法の弾力化

2-1 改正の概要

○ライツ・オファリングについては、一定の要件の下で目論見書の作成を不要とする（改正 13 条 1 項但書）。

＝新株予約権が上場され（1 号）、有価証券届出書等の提出後遅滞なく、届出を行った旨その他の事項を日刊新聞紙に掲載すれば（2 号）、目論見書の作成は不要。

- ・作成が不要とされる場合には交付は不要（15条2項に3号を新設）。

2-2 交付方法の弾力化を許容する理由

- ライツ・オファリングでは目論見書を交付する必要性は高くない（WG報告3頁）。
 - ①株式の取得を望む株主は新株予約権を行使することで確実に株式を取得することができるため、行使を急ぐような圧力が生じる可能性は、一般の募集より高くない。
 - ②割当て対象が株主であり、発行者に関する情報を有していることが多い。
 - ③新株予約権が上場される場合には、新株予約権を市場価格で売却するという選択肢がある。
- ①→販売圧力の大きさに定型的な差が存在するならば、目論見書交付の必要性に差を設けることは合理的。②も正当。
- ①②の理由は、通常の株主割当てについても妥当。
 - ・③→有価証券届出書の提出時期を短縮してよい理由と同様。
 - ＝新株予約権を譲渡するという選択肢があるため、投資判断の重大性はそれだけ小さいといえる。

2-3 目論見書の交付に代わる日刊新聞紙への掲載

- 一定事項（EDINETのウェブページのアドレス等）の日刊新聞紙への掲載が要件。
- 電子的な方法（たとえば会社法の電子公告の利用等）はあり得なかったか。
 - ← デジタル・デバイドの問題を考慮し、電子的な方法では周知力が十分でないと考えられたのであろう。
- 会社法上の新株予約権の割当通知（会社279条2項）の際、EDINETのアドレス等を通知するという方法はあるか。
 - ・割当てを受けた株主から新株予約権を譲り受けた者への情報提供のためとは考えにくい。
 - ・目論見書は、遅くとも取得と同時に交付されなければならない（15条2項）。
 - ――割当通知を受領した時点で「取得」があり（前記開示ガイドライン15-6）、その段階でアドレス等を通知しても、同時に情報提供がされたと見ることはできないと考えられたのではないか。

3 「有価証券の引受け」の範囲の見直し

3-1 改正の概要

- コミットメント型ライツ・オファリングにおいて、コミットメントを行う者を「引受人」と位置づけるものとする（改正2条6項3号）。
 - ・コミットメントをする行為は、「有価証券の引受け」（2条8項6号）に該当。
 - ・新株予約権を発行者等から直接に取得して行使するという内容の契約をすることを「有価証券の元引受け」と位置づけ（改正28条7項3号）。
 - コミットメントをする行為を業としてすることは第一種金融商品取引業（28条1項3号）。
 - 著しく不相当と認められる数量・価格等による引受けを行っている状況は、不適正な業務運営として規制（40条2号、業府令123条1項3号）。

- 最低資本金の上乗せ規制（29 条の 4 第 1 項 4 号、施行令 15 条の 7 第 1 項）。
- 適切な引受審査を行っていない状況は不適正な業務運営として規制（40 条 2 号、業府令 123 条 1 項 4 号）。
- 新株予約権を発行者等から直接に取得して行使するという内容の契約を「元引受契約」に含める（改正 21 条 4 項 3 号）。
 - コミットメントをした証券会社は、有価証券届出書の虚偽記載等に関する損害賠償責任（21 条 1 項 4 号）の責任主体。
- 引受人となった証券会社が株式を売却する場合の信用供与を制限（改正 44 条の 4 括弧書）。

3-2 改正の理由

- コミットメントを行う証券会社の行為は、行為態様・リスク負担の点で「残額引受け」（2 条 6 項 2 号）に類似（WG 報告 4 頁）。
 - ・発行される新株予約権のうち権利行使のない残部について取得および権利行使をすることを約束。
 - ＝発行される新株予約権はいったんすべて株主によって取得はされ、未行使分だけを証券会社が取得。
 - 形のうえでは残額引受けに該当しないが、行使されないリスクは証券会社が負担するので、実質的には「残額引受け」と同視すべき。

3-3 改正法の射程

- 引受け概念の拡大は、ライツ・オフERINGには限られない。
 - ＝新株予約権の未行使分を取得して行使するという約束がなされれば、引受けに該当。
 - ← 同様の販売圧力は生じうる。

3-4 引受人による信用供与の制限

- 44 条の 4 の規定の趣旨
 - ＝投資者に安易に取得させたり投資者に取得を押しついたりして、自分の負担すべきリスクを回避するおそれがある。
 - 新株予約権の行使のための資金を貸し付ける等の行為も規制の対象とすべきではなかったか。

4 公開買付規制の適用範囲

4-1 改正の概要

- 新株予約権の行使による株券等の買付けは、義務的公開買付けの適用除外とされているが、新株予約権のうち、一定のものを内閣府令で除外できるものとする（改正 27 条の 2 第 1 項但書）。

4-2 改正の理由

- ライツ・オフERINGが行われた場合、株券等所有割合は特殊な変動をする（WG 報告 6

頁)。

○株券等所有割合の算式(27条の2第8項)＝買付者はA／B(同1号)。

・A＝買付者の所有する株券等に係る議決権数。

B＝発行会社の総議決権数＋買付者(および特別関係者)所有の一定の有価証券に係る議決権数。

・Aの「株券等」には新株予約権証券を含む(施行令6条1項1号)。

ー新株予約権の目的たる株式の議決権を加算(他社株府令8条3項1号)。

・Bの「有価証券」には新株予約権証券を含む(施行令9条の2第2号)。

・改正前は、買付者保有分は新株予約権の段階で規制されるので、行使による株式取得の段階では規制から除外(27条の2第1項但書)。

→ ライツ・オフERINGの場合、買付者の株券等所有割合は割当て時点に増加し、買付者以外の有する新株予約権が行使されるたびに減少。

○株券等所有割合の変動の特性を捉えた適切な手当てが必要(WG報告7頁)。

○一時的な状況をとらえて公開買付け義務の発生の有無を決するのは適切でない。

そもそも会社の支配関係にできるだけ影響を与えずに資金調達するための手法。

○内閣府令・施行令改正により、ライツ・オフERINGの場合の新株予約権については、取得時点でなく、行使時点で加算するものとされる見込み。

5 インサイダー取引規制における重要事実との関係

5-1 改正の概要

○新株予約権無償割当てに関する決定を、重要事実とする(改正166条2項1号ホ)。

5-2 改正の理由

○通常の新株予約権の発行に関する決定は重要事実(166条2項1号イ)。

→ 均衡を欠いていた。

・改正前から、包括規定で重要事実と解釈すべき事実。

Ⅲ 会社法上の課題

1 割当通知の発送期限

○割当通知の発送期限を「行使期間の初日から2週間前(会社279条2項)」から「効力発生日後遅滞なく、かつ行使期間の末日から2週間前」とする旨の提案。

○「効力発生日後遅滞なく」は正当。

← 株式無償割当て(会社187条2項)。

遅滞なく株主に権利内容の変更を知らせるのが適切。

○「行使期間の末日から2週間前」。

・通常の株主割当てであれば割当通知は申込期日の2週間前(会社202条4項)。

ー申込期日までのどの時点で申込みをしても同じ。払込期日(払込期間のときは払込みをした日)に株式を取得。

・新株予約権無償割当ての場合、行使をした日に株主となる(会社282条)。

→ 行使期間と準備期間とが同時に進行すると、良いタイミングで行使をし株式を売却

する機会を逸するおそれあり。

⇒ 新株予約権を行使せずに譲渡するという選択肢あり。

行使期間に入る前に2週間もの準備期間を設ける必要はないのではないか。

2 外国の証券規制への対応

○外国の証券規制への対応について課題あり（WG報告8頁）。

- ・アメリカに居住する株主に株式が交付されると、1933年証券法上の募集に該当し、SECへの登録義務が生じることあり。

→ 日本の会社にとって大きな負担。

- ・登録が免除されるためには、一定の要件を満たす必要あり（SEC規則801条）（資料6参照）。

- ・組織再編についても同様の問題あり。

- ・アメリカが自国の投資者保護のために設けた規制により、日本の会社が円滑にライツ・オファリングを利用できなくなるのは不合理。

→ アメリカ居住株主による新株予約権の行使に制限を設けることができないかが検討課題。

→ 株主平等原則との関係をどう考えればよいか。

○金融庁・開示制度ワーキング・グループ法制専門研究会の報告書案。

- ・ブルドックス事件で最高裁が株主平等原則について示した判断枠組みは、ライツ・オファリングでも利用できる。必要性・相当性が認められるかを判断する際に考慮すべき要素について検討。

- ・必要性の要件

→ 事務・コスト負担を考えれば、行使制限をする必要性が生じる。

- ・相当性の要件

→ 新株予約権の流動性が確保され、市場価格での取引により経済的利益の回収が可能な状況にある場合には、権利行使を制限される外国人株主は新株予約権を市場で売却することによって経済的な不利益を受けないといえるし、市場で株式を購入して持分割合を維持することもできる。

○ブルドックス事件決定の射程

- ・買収防衛以外の場面でも、株主平等原則を貫くことが会社自体の利益を害するときまで、これを貫徹しなければならないと考えるべきではないと思われる。

- ・必要性の要件は認められる。

- ・相当性

→ 権利行使を制限される外国居住株主は、一方的に不利な扱いを受けること（代償なし）に問題はないか。

← 経済的利益の回収が可能であれば、実質的に権利行使を制限されることに不利益はない。

○必要性・相当性の基準時

- ・新株予約権無償割当ての決定時点で判断せざるを得ないのではないか。

← 事後的な事情で株主平等原則違反になると、法的安定性が害される。

決定時点で、流動性が確保され、市場価格で取引できる仕組みが合理的に構築されていれば相当性は満たされるという解釈をすべき。

○必要性・相当性を誰が判断するか。

・ブルドックソース事件決定＝「必要性は株主総会、相当性は裁判所」という枠組み。

← 買収防衛の場面だからこそ。

・ライツ・オフアリングの場合は、取締役会が決定できるが、必要性・相当性ともに裁判所の審査に服する。

3 コミットメント型と自己新株予約権の有利処分

○会社法は、新株予約権の有利処分規制を欠く。

・コミットメント型の場合において、発行会社が自己新株予約権を証券会社に売却する価格はいかに証券会社に有利であっても、有利発行規制に相当する規制は働かない。

・自己株式処分―会社法では新株発行と手続面では完全にパラレル。

・新株予約権についても有利処分により、有利発行と同じく既存株主の経済的利益は害される。

→ 立法論として課題が残っている。

○有利処分に株主総会特別決議を要求すると、ライツ・オフアリングの円滑な利用に向けた制度改正の方向には反する。

・しかし、公正な価格で売却すれば取締役会決議のままでよい。

株主総会の特別決議が必要になる場合も決議の効力は最大1年間ある（会社 239 条 3 項参照）。

- 資料 1 金融庁・開示制度ワーキング・グループ報告「新株予約権無償割当てによる増資（いわゆるライツ・オファリング）に係る制度整備について」（平成 23 年 1 月 19 日）
- 資料 2 野崎彰ほか「開示制度の見直し〔上〕ーライツ・オファリング」
商事法務 1936 号 25 頁(2011 年)
- 資料 3 タカラレーベン「新株予約権無償割当て（ライツ・イシュー〔ノンコミットメント型〕）に関するお知らせ」（平成 22 年 3 月 5 日）〔抜粋〕
- 資料 4 「証券取引法等の一部を改正する法律の施行等に伴う関係ガイドライン（案）」に対するパブリックコメントの概要及びそれに対する金融庁の考え方（平成 19 年 10 月 2 日）〔抜粋〕
- 資料 5 平成 23 年金融商品取引法改正新旧対照条文（資本市場及び金融業の基盤強化のための金融商品取引法等の一部を改正する法律案）〔抜粋〕
- 資料 6 1933 年証券法規則 801 条

**金融庁・開示制度ワーキング・グループ報告
～ 新株予約権無償割当てによる増資(いわゆる
「ライツ・オファリング」)に係る制度整備について～**

平成23年1月19日

開示制度ワーキング・グループメンバー

座 長	黒沼 悦郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
	阿部 泰久	(株)日本経済団体連合会経済基盤本部長
	石黒 徹	森・濱田松本法律事務所弁護士
	石原 秀威	新日本製鐵(株)財務部部長
	上柳 敏郎	東京駿河台法律事務所弁護士
	大崎 貞和	(株)野村総合研究所未来創発センター主任研究員
	小川 祥司	野村證券(株)キャピタル・マーケット部長
	小島 茂	日本労働組合総連合会総合政策局長
	加藤 貴仁	東京大学大学院法学政治学研究科准教授
	川村 義則	早稲田大学大学院会計研究科教授
	川本 哲也	(株)大阪証券取引所執行役員
	玉木 伸介	年金積立金管理運用独立行政法人審議役・企画部長
	永沢裕美子	Foster Forum 良質な金融商品を育てる会事務局長
	平田 公一	日本証券業協会常務執行役
	松崎 裕之	(株)東京証券取引所上場部長
	三浦 裕	コールドマン・サックス証券(株)法務部シニア・リーガル・カウンセル
	吉井 一洋	(株)大和総研資本市場調査部制度調査担当部長

(敬称略・五十音順)

金融庁・開示制度ワーキング・グループ報告

～ 新株予約権無償割当てによる増資(いわゆる「ライツ・オファリング」)に係る制度整備について ～

1. はじめに

新株予約権無償割当てによる増資(いわゆる「ライツ・オファリング」)とは、「公募増資」、「第三者割当増資」と並んで、企業の増資手法の一つであり、株主全員に新株予約権を無償で割り当てることによる増資手法である。

株主は割り当てられた新株予約権を行使して金銭を払い込み、株式を取得することができるが、新株予約権を行使せずに市場で売却することも可能である。したがって、持分比率の低下を嫌う株主は新株予約権の行使によりそれを回避でき、追加出資を嫌う株主は新株予約権の売却により追加負担を回避できるという特徴を有する。

ライツ・オファリングは、欧州では大規模な増資を中心に一般的に利用されている増資手法であり、公募増資や第三者割当増資と異なり、株式を取得する権利が既存株主にその持分割合に応じて与えられるため、既存株主の公平な取扱いに配慮した増資手法となりうるとの指摘がある。また、既存株主の大幅な持分比率の低下を伴う第三者割当増資が、投資者保護の観点から問題となっている中、投資者等からライツ・オファリングの積極的活用を求める声がある。

こうした中、新成長戦略(平成22年6月18日閣議決定)の実現に向けて金融庁が取りまとめた「金融資本市場及び金融産業の活性化等のためのアクションプラン」(平成22年12月24日公表)では、「機動的な資金供給等」の実現を促進するための施策として、「ライツ・オファリングが円滑に行われるための開示制度等の整備」が掲げられたところである。

当開示制度ワーキング・グループでは、「英文開示の範囲拡大」(平成22年12月17日報告書公表)と併せて、投資者保護を確保しつつ、増資手法の選択肢の一つとしてライツ・オファリングの利用の円滑化を図るための制度整備について、平成22年12月から3回にわたり審議を行った。

本報告書は、当開示制度ワーキング・グループにおける検討結果をとり

まとめたものである。今後、関係者において、適切な制度整備が進められることを期待する。

2. ライツ・オフリングに係る制度整備

(1) 目論見書の交付方法の弾力化

現行制度上、会社法第277条の規定による新株予約権無償割当ては、有価証券の募集に該当し、有価証券の募集に際しては原則、投資者に対する目論見書の交付が必要とされている。

一般に募集に際しては、投資者は短期間での投資判断が求められる。投資者に対して強い投資勧誘が行われる場面も想定される中、投資者が自己の責任において的確な投資判断を行うためには、有価証券届出書による間接的な企業内容等の開示だけでは不十分と考えられる。このような考え方を踏まえ、現行制度では、有価証券の募集に際して目論見書の交付を義務付けることにより、投資者に対する直接的な開示を行うこととされている。

ライツ・オフリングでは、株主に対して新株予約権が自動的に割り当てられる。このため、株主は、新株予約権の取得の可否について判断することが必要となることはない。もっとも、株主は割り当てられた新株予約権の行使の可否を判断することが必要となる。このように、ライツ・オフリングにおいては、株主に求められる判断の内容が一般の募集とは異なることとなるが、株主が的確な判断を行うために必要な情報を提供する観点から、株主に対する何らかの適切な開示が必要と考えられる。

現行制度上、ライツ・オフリングにおいても目論見書の交付が必要とされている。但し、この場合は、公募・第三者割当増資とは異なり、既存株主全員に対する交付が必要となるため、実際問題として、株主数が多い企業にとっては、ライツ・オフリングによる資金調達の選択肢が奪われているとの指摘がある。

このような中、投資者保護を図りつつ、ライツ・オフリングが企業の資金調達の現実的な選択肢となるよう、目論見書の交付方法の弾力化を行

うことが求められる。

この点について、一般の有価証券の募集では、当該有価証券を取得する意思を有する投資者が当該有価証券を取得できるとは限らないため、投資者に対し、投資判断のための情報を適切に提供する要請は強い。これに対し、ライツ・オフリングでは、株主全員にその持分割合に応じて新株予約権が割り当てられ、追加出資を望む株主は新株予約権を行使することにより確実に株式を取得できる。このため、株主に対して新株予約権の行使について強い誘引が行われる場面でも、株主が新株予約権の行使を急ぐような圧力が生じる可能性は、一般の募集と比べて高くないとの考え方がある。また、ライツ・オフリングでは、割当ての対象が株主であり、発行者に関する情報を有していることが多い。特に発行者の株式が金融商品取引所に上場されている場合には、多様な情報が流通していることが想定される。これらの点を勘案し、株主による慎重な対応を求めるために目論見書を交付する必要性は相対的に高くないとの指摘がある。

更に、新株予約権が金融商品取引所に上場される場合には、株主は新株予約権を行使せずに市場価格で売却を行うことが可能となる。このように株主にとっての選択肢が増えることから、新株予約権の行使の可否を判断するための情報を、目論見書という形で株主全員に対して一律に提供する必要性は必ずしも高くないと考えられる。

以上を踏まえ、ライツ・オフリングについて目論見書の交付方法の弾力化を行うことが適当である。具体的には、(イ)新株予約権が金融商品取引所に上場されるライツ・オフリングの場合において、(ロ)有価証券届出書等を提出し(その結果、電子開示システム(EDINET)に掲載され)、(ハ)EDINETのウェブページのアドレス等の情報を有価証券届出書等の提出後遅滞なく(遅くとも新株予約権の割当てが行われるまでに)日刊紙に掲載することにより、目論見書の交付を不要とすることが適当である。

上記のとおり目論見書の交付方法の弾力化を認めるとしても、我が国においてライツ・オフリングは馴染みが薄いことから、発行者や市場関係者がライツ・オフリングについて周知を図るための実務的対応を行っ

ていくことが、投資者保護の観点からは重要と考えられる。このため、金融商品取引所における適時開示制度に基づく発行者の情報開示を充実させるとともに、下記(2)のコミットメントを行う証券会社などの市場関係者において、ライツ・オフリングの周知に向けてどのような対応が可能であるかについて、具体的な検討が進められることが期待される。

(2) 「有価証券の引受け」の範囲の見直し等

① 「有価証券の引受け」の範囲の見直し

ライツ・オフリングでは、権利行使がなされなかった新株予約権について、発行者が取得条項に基づき取得した上で証券会社に売却し、当該証券会社が権利行使をして取得した株式を市場等で売却するというスキーム(以下「コミットメント型ライツ・オフリング」という)が考えられる。コミットメント型ライツ・オフリングでは、証券会社の権利行使により最終的に全ての新株予約権の行使が担保されているため、発行者にとってあらかじめ調達額を確定できるとのメリットがあるとされる。

現行制度上、コミットメント型ライツ・オフリングにおける証券会社の行為は「有価証券の引受け」には該当しないと解される。すなわち、コミットメント型ライツ・オフリングでは、証券会社が取得する有価証券(新株予約権)と売却する有価証券(株式)が異なるため、総額引受け(金融商品取引法第2条第6項第1号)に該当しないこととなる。また、発行される新株予約権は株主に割り当てられるため、「他にこれを取得する者がいない場合」に当たらず、残額引受け(同項第2号)にも該当しないこととなる。

しかしながら、コミットメントを行う証券会社の行為に着目すると、発行される新株予約権のうち既存株主を含む投資者が行使をしない分について、その取得及び行使を証券会社が予め約束することとなるため、「残額引受け」を行うことと行為態様やリスク負担の点で類似性を有すると考えられる。

このため、コミットメントを行う証券会社の行為(未行使の新株予約権の取得及び行使)を「有価証券の引受け」と位置付けることにより、証券

会社に対して必要な規制が課されるような枠組みを整備し、投資者保護を図ることが適当である。

「有価証券の引受け」を行う証券会社については、著しく不相当と認められる数量・価格等の条件による引受けが禁止されるほか、「元引受け」を行う証券会社について最低資本金の上乗せ及び引受けの適否に関する適切な引受審査が義務付けられる。また、発行者と「元引受契約」を締結した証券会社には、有価証券届出書の虚偽記載に関する責任が生じることとなる。

② 「新株予約権の行使を働きかける行為」に対する規律

ライツ・オファリングの円滑な実施のためには、上記(1)のとおり、証券会社などの市場関係者がライツ・オファリングの周知のための実務的対応をとることが期待される。

他方、新株予約権の保有者に対して、新株予約権の行使に関する不適切な働きかけが行われた場合には、その投資判断が歪められるおそれがあり、そのような事態を回避する必要がある。

特に、コミットメントを行う証券会社については、自らが取得及び行使する新株予約権の数量を減らすインセンティブが生じ、不当に新株予約権の保有者の権利行使を誘引する場合も想定される。

このような観点から、コミットメントを行う証券会社に対して、「新株予約権の行使を働きかける行為」に際し、虚偽の表示を行うことの禁止などの規制を課すことにより、かかる行為の適正化を図っていくことが適当である。

(3) 継続開示書類が提出された場合の訂正届出書の取扱いの見直し

現行制度上、有価証券の募集に際し、有価証券届出書の効力発生後も、申込みが確定するときまでに有価証券報告書等の継続開示書類が提出される場合には、訂正届出書の提出が必要とされている。ライツ・オファリングにおいても、新株予約権の行使がなされるまでの間に継続開示書

類が提出される場合、訂正届出書の提出が必要となる。

有価証券届出書の提出から効力発生までの期間は、投資者への周知や投資者による熟慮の期間を確保するためのものであるが、効力発生後については、訂正届出書を提出することによって情報を提供する必要性は相対的に低いと考えられる。

一般の募集の場合には、有価証券届出書の提出から申込みの確定までの期間が比較的短期間であることから、継続開示書類の提出日を外して当該期間を設定するとの実務的対応が行われている。

これに対し、ライツ・オファリングでは、有価証券届出書の効力発生から新株予約権の行使がなされるまでの期間が一般的に長期間となることから、継続開示書類の提出日を外して当該期間を設定することが実務上困難とされている。その結果、訂正届出書の提出が必要となり、これに伴う実務的な負担がライツ・オファリングの阻害要因となっているとの指摘がある。

以上のようなライツ・オファリングの特性にかんがみれば、有価証券届出書の効力発生後に継続開示書類が提出される場合であっても、あらかじめ当該有価証券届出書に継続開示書類の提出等の時期が記載されているときには、訂正届出書の提出を不要とすることが適当である。

(4) その他の課題

① 公開買付規制・大量保有報告規制

コミットメント型ライツ・オファリングの場面における公開買付規制・大量保有報告規制の適用に関し、新株予約権の割当てを受ける株主やコミットメントを行う証券会社につき以下のような指摘がなされている。

現行制度上、各株主は、新株予約権の割当てを受けた時点において、当該新株予約権に係る議決権数を加算して株券等所有割合・株券等保有割合を計算し、両規制に基づく義務が課されるか否かを確認することとなる。その際、各株主は、原則として、自己所有・保有の新株予約

権に係る議決権数を分母・分子に加算する(一方で、他者所有・保有分は分母に加算されない)ことから、各株主の株券等所有割合・株券等保有割合は増加することとなる。

現行制度上、新株予約権無償割当てが実施され、全株主に対して新株予約権が割り当てられると、割当て時点において、各株主の株券等所有割合・株券等保有割合が増加する。また、各株主の最終的な株券等所有割合・株券等保有割合は、新株予約権の行使状況に応じて変化することになる。

他方、例えば、コミットメント型ライツ・オフリングの場合には、一定期間経過後、発行されたすべての新株予約権が行使されることが確保されている。このため、一定期間経過後は、各株主の株券等所有割合・株券等保有割合の計算上、他者所有・保有分も含めすべての新株予約権に係る議決権数が分母に加算され、当該割合は最終的には減少することが想定される。この場合、割り当てられた新株予約権を行使し、その他に株式の取得・処分を行わなかった株主の株券等所有割合・株券等保有割合は、新株予約権無償割当てがなされる前の割合に戻るものとなる。

上記のような株券等所有割合・株券等保有割合の変動の特性があるにもかかわらず、現行制度に基づき、割当て時点における株券等所有割合・株券等保有割合に基づいて両規制に基づく義務が課されると、投資者への情報提供等の観点から適当ではない場合も考えられる。従って、上記のような株券等所有割合・株券等保有割合の変動の特性を捉えた適切な手当が必要であるとの指摘がなされている。

次に、現行制度上、証券会社が引受け業務により所有・保有する株券等については、払込期日の翌日まで株券等所有割合・株券等保有割合の対象から除外する特例が定められている。コミットメント型ライツ・オフリングにおいて証券会社がコミットメントを行う行為を「有価証券の引受け」と位置付けて上記の特例を適用する場合には、証券会社が新株予約権を行使して株式を取得するために要する期間等を考慮し、より長い猶予期間を設けることが必要であるとの指摘がなされている。

以上のような指摘を踏まえ、公開買付規制・大量保有報告規制について、適切な手当てが検討されるべきである。

② 外国の証券規制への対応

外国の証券規制によっては、当該国の居住者である株主がライツ・オファリングに際して割り当てられた新株予約権を行使することにより、発行者が当該国の当局への登録や継続開示を行うことが必要となる可能性がある。この規制への対応に要する負担を回避する観点から、欧州では、一定の外国居住株主に権利を割り当てない、又はこれらの株主による権利行使を制限する事例があることが指摘されている。我が国においても、外国の証券規制の過度の適用を回避するために外国居住株主による新株予約権の行使を制限することが株主平等原則に抵触しないことについて、現行法の下における考え方の整理が図られることが適当である。

■平成二十三年改正金融法等の解説(2)稿

開示制度等の見直し〔上〕

——ライツ・オフアリング——

野崎 彰 金融庁総務企画局企業開示課課長補佐

有吉尚哉 金融庁総務企画局企業開示課専門官

齊藤将彦 金融庁総務企画局市場課課長補佐

滝 琢磨 金融庁総務企画局市場課専門官

一 はじめに

「金融資本市場及び金融産業の活性化等のためのアクションプラン」新成長戦略の実現に向けて¹⁾（平成二十三年二月四日公表）においては、「信頼的な金融環境」の実現を促進するための施策として、「ライツ・オフアリングが円滑に行われるための開示制度等の整備」が掲げられた。また、開示制度ワーキング・グループ（座長・黒沼悦郎早稲田大学大学院法務研究科教授）では、増資手法の選択肢の一つとしてライツ・オフアリングの利用の円滑化を図るための開示手続の弾力化等の制度整備について検討を行い、「金融庁・開示制度ワーキング・グループ報告書」新株予約権無償割当てによる増資

（いわゆる「ライツ・オフアリング」）に係る開示制度整備について²⁾（平成二十三年一月十九日公表。以下「開示制度ワーキング」）という）が取りまとめられた。

これらを受けて、「資本市場及び金融産業の基盤強化のための金融商品取引法等の一部を改正する法律」（平成二十三年法律第四十九号。以下「改正法」という）に基づく金融商品取引法（以下「法」という）の改正により、ライツ・オフアリング（新株予約権無償割当てによる割当）に係る開示制度等の整備を図っている。

本稿では、ライツ・オフアリングに係る開示制度等の整備に関する改正内容を概説する。なお、本稿において意見にわたる部分は、筆者らの個人的見解であることをお断りしておく。

二 ライツ・オフアリングの概観

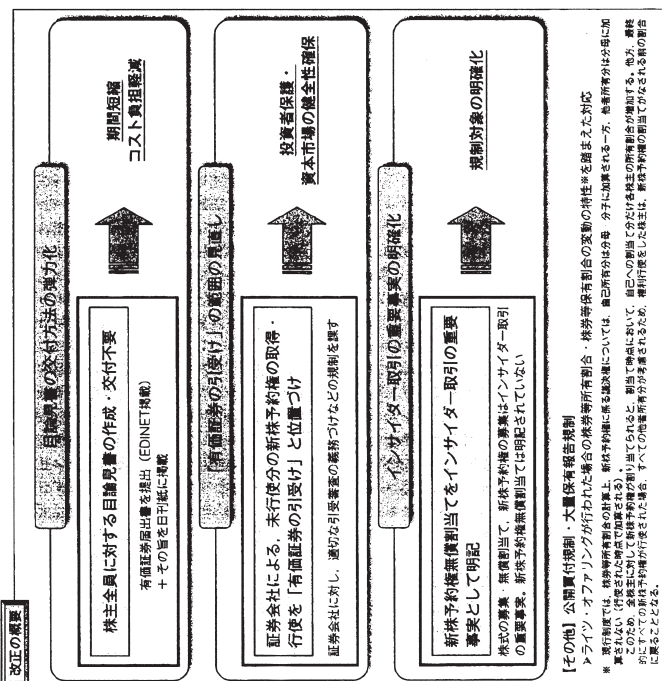
「ライツ・オフアリング」（注一）とは、「公衆増資」「第三者割当増資」と対して、企業の新増手法の一つであり、株主全員に新株予約権を無償で割り当てることによる増資手法である。

株主は割り当てられた新株予約権を行使して金銭を払う必要なく、株主を取得することなく、新株予約権を行使せずに市場で売却することによって金銭を得る。したがって、特定出資の底下を奪う株主は新株予約権の行使によりそれを回復し、追加出資を要す株主は新株予約権の売却により追加負担を回避できるという特徴を有する。

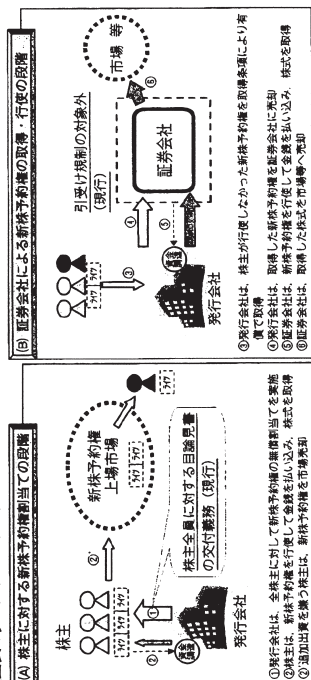
ライツ・オフアリングでは、権利行使がなされなかった新株予約権について、発行者が取得条項に基づき取得した上で証券会社に売却し、当該証券会社は当該権利行使をして取得した株式を市場等で売却するというスキーム（以下「コミットメント型ライツ・オフアリング」という）が市場関係者において根拠されている。コミットメント型ライツ・オフアリングでは、証券会社の権利行使により最終的にすべての新株予約権の行使が円滑化してらるため、発行者はこれによってより金銭的増資を確保できるというメリットがある。

なお注二においてコミットメント型ライツ・オ

[図表2] ライツ・オフアリングに係る制度整備の概要



図表1] ライツ・オフリングのスキーム



フアリングが実施される場合、典型的には次のような取引が行われることが想定される（図表1）。

- ① 増資を行おうとする発行会社は、会社法第二十七条に基づき新株予約権無償割当てを実施する。
- ② 株主は、新株予約権を行使して金銭を払い込み、株式を取得する。追加出資を嫌う株主は、新株予約権を市場売却する(②)。
- ③ 発行会社は、一定期間内に行使されなかった新株予約権を取消条項により取得する。
- ④ 発行会社は、取得した新株予約権を証券会社に売却する。
- ⑤ 証券会社は、新株予約権を行使して金銭を払い込み、株式を取得する。
- ⑥ 証券会社は、取得した株式を市場等へ売却する。

ライツ・オフアリングは、欧州では大規模な増資を中心に一般的に利用されている増資手法であり、(三三)公衆増資や第三者割当増資と異なり、株式を取得する権利が既持株主のみに持分割合に応じて与えられる。既持株主の公平な取扱いに配慮した増資手法となり得るとの指摘がある。また、既持株主の持分持分比率の低下を許う第三者割当増資が、投資家保護の観点から問題となっている中、(三三)公衆増資やライツ・オフアリングの積極的な活用を求む

る所がある。

一方、ライオン・オブ・アフリカは、わが国の現行制度の下でも実施可能なところが、これまで利用されてはほとんどない。その理由として、諸外国に比べてライオン・オブ・アフリカを実施するための手続的な負担が重く、かつしまつてしまつて、資金調達が難しくなる期間が長期間となつてしまつたことなどの問題が主要な理由と指摘されていた(注四)。また、これまで利用されていないことにもあり、ライオン・オブ・アフリカにおける投資家保護の仕組みが十分に整備されていないことは已に述べた。

このような背景を踏まえ、改正法においては、投資者保護を確保しつつ、増資手法の選択肢の一つとしてライツ・オフ・オファリングの利用の円滑化を図るための制度整備を図ることとしている（注五）。

三 改正の概要

改正法に基づくライツ・オフアリングに係る開示制度等の整備を図るための改正事項は、次のとおりである（図表2）。

- ① ライツ・オフアリングにおいて目論見書の作成・株主全員に対する交付を不要とするための目論見書の交付方法の弾力化
- ② コミットメント型ライツ・オフアリングにおける証券会社による未行使分の新株予

約定の取得・行使を「有価証券の引受け」として行なうための「有価証券の引受け」に
③ タイプ・オフプリンタが行われた場合の
結果発生所有割合の変動の特性を踏まえた規
則適用を行うための公開買付け指針の運用範
④ 新株予約権無償割当てをいつサイダー取
引の有価証券として明記
以上、これらの改正事項の内容についてそれ
ぞれ解説する。

四 目論見書の交付方法の弾力化

法一五五三項に基づき、発行者、有価証券の
売出しを主たる「引受人」、金融商品取引業者、
登録金融機関または金融商品取引業者が、有価
証券を募集または売出しにより取得せざる、または
売出しする場合には、原則として、法定の事項
を記載した目録書等を交付することにより義務づけ
られている。また、目録書等を交付する前提
として、発行者は、募集または売出しに際し、
原則として、目録書を作成することにより義務づけ
られている（以下三項参照）。

一般に募集に際しては、投資者は短期間での投資判断が求められる。投資者に対して強い投資勧誘が行われる場面も想定される中、投資者が自己の責任において的確な投資判断を行うた

めには、有価証券届出書による開示的な企業内容等の開示だけでは不十分と考えられる。このように考え方を踏まえ、現行制度では、有価証券の募集に際して目録見書の交付を義務づけることにより、投資者に対する直接的な開示を行うこととされている。

現行制度上、会社法二七七条の規定による新株予約権無償割当てでは、有価証券の募集に該当し、有価証券の募集に際しては、原則として、投資者には新株予約権の交付が必要とされている（企業内容等開示ガイドライン二二）（注六）。ただし、この場合は、公募・第三者割当て等とは異なり、既存の株主全員に対して目録見書を交付することが必要となるため、実務問題として、特に株主数が多い企業にとっては、ライツ・オフアリングによる資金調達の選択肢が奪われているとの指摘がある。

一方で、会社法二七七条の規定による新株予約権無償割当てにおいては、株主に新株予約権が自動的に振り当てられることから、新株予約権無償割当てに係る目録見書は新株予約権を取得する者以外の投資判断のための情報としてではなく、振り当てられた新株予約権を行使するか否かの判断のために利用されることがとなり、本来の目録見書とは趣旨・性格が異なる。加えて、新株予約権が金融商品取引所に上場される場合には、市場価格で新株予約権を売却することとなりかねとなり、新株予約権の行使の判断のための情報を、目録見書という形で全株主に対し

て一律に提供する必要性は低くなる（注七）。

以上を踏まえると、投資者保護を図りつつも、ライツ・オフアリングが企業の資金調達の現実的な選択肢となるよう、ライツ・オフアリングについて目録見書の交付方法の弾力化を行うことが適当である。具体的には、ライツ・オフアリングのうち、新株予約権が金融商品取引所に上場される場合には、書面による目録見書の交付に代えて、有価証券届出書等の提出後、遅滞なく、有価証券届出書等を提出した旨その他の事項の情報を日刊紙に掲載することにより足りるものとすることが適当である。

そのため、改正法においては、有価証券の募集が新株予約権証券の募集（会社法二七七条に規定する新株予約権無償割当てにより行われるものであつて、法四一条本文・二項本文または三項本文の規定の適用を受けるものに限る。）であつて、

① 当該新株予約権証券が金融商品取引所に上場されており、またはその発行後、遅滞なく上場されることと定められていること、および

② 当該新株予約権証券に関して法四一条本文・二項本文または三項本文の規定による届出を行った旨その他の関係法令で定める事項を当該届出を行った後、遅滞なく（注八）、時事に関する事項を掲載する日刊新聞紙に掲載すること

という要件を満たす場合には、目録見書の交付

を不致とする（注九）とした（改正法による改正後の法一五一条二項三）（注六）。日中新聞紙への掲載の掲載は、投資者が有価証券届出書等に記載される情報にアクセスしやすくなるために必要のものである。日中新聞紙に掲載する具体的な情報として関係法令で定めるものとしては、現時点では電子開示システム（E D I N E T）のウェブページのアドレスを投資者の選択肢となることが考えられる。

また、目録見書の交付を不致とする場合は、そもそも目録見書を作成することが不致となることから、前記②要件を満たす場合には目録見書の作成を不致とするものとした（改正後の法一三一条一項ただし書）（注一〇）。

なお、投資者がE D I N E Tに掲載された有価証券届出書等を閲覧することにより、投資判断に必要な情報を入手するといふことも、この旨に照らして、目録見書の発行・交付義務を適用除外とするものである。前記②要件が適用される場合であっても、有価証券届出書等の提出は引き続き必要とされている。

五 「有価証券の引受け」の範囲の拡張し

コミットメント型ライツ・オフアリングのスキームにおいては、コミットメントを行わずに募集会社は、新株予約権無償割当てによって発行された新株予約権のうち未行使分を売却せられ取付し、当該新株予約権が市場に転ずること

によって得られた株式を市場等で売却することにより、総額に調整されている。

従来の「引受人」の定義によれば、このコミットメント型ライツ・オフアリングのスキームにおいてはコミットメントを行わずに募集会社が「引受人」に該当しないと考えられる。すなわち、コミットメント型ライツ・オフアリングのスキームでは、証券会社が売り揃えようとする有価証券（株式）を取得する有価証券（新株予約権）が異なるため、総額引受け型の引受人（法二条六第（一））に該当しないこととなる。また、発行された有価証券（新株予約権）がすべて株主にすべて取得されるため、総額引受け型の引受人（同項三）にも該当しないこととなると考えられる。

金融商品取引法では、投資者保護および資本市場の健全な運営等を図る観点から、引受人に該当しない者を含むことを「有価証券の引受け」と定義し（法二条六第（一））、これを業として行う場合は「第一種金融商品取引業」としてその内閣府大臣の登録を必要としている（法二二条二六条一項三）。また、「有価証券の引受け」を行う第一種金融商品取引業者については、着して定期的に課せられ総額・価格等の条件により受けを禁止する（法四一条二）が、金融商品取引業者に関する罰則命令（以下「業罰令」として、二二三条（五））とともに「有価証券の引受け」を行う場合には、最低資本規制を上乗せし（法二五条の四第一項四）が、金融商品

取引法施行令（以下「令」として）一五条の七第一項）の引受けの要件の判断に資する事項の適切な審査を行うことを義務づけている（法四一条二）が、業罰令二二三条（一）四）。さらに、有価証券の募集等に際して発行者等との間で「引受け契約」を締結した場合には、有価証券届出書の関係記載等に関して原則として損害賠償責任を負わせるものとしている（法二二条一項四）。

コミットメント型ライツ・オフアリングのスキームにおける証券会社の行為は、発行される新株予約権の全部または一部について既存株主をあらかじめ投資家が権利行使をしない場合にその残部について取得および権利行使をするようにあらかじめ拘束し、有価証券の無償リスクを負担するものである。かかる行為は、発行される有価証券の全部または一部について他にこれを取得する者がいない場合にその残部について取得することあらかじめ拘束する総額引受け型の引受人とし、その行為総額リスク負担の点で類似性を有するものと考えられる。

そのため、投資者保護および資本市場の健全な運営等の観点からすれば、総額引受けと類似性を有するコミットメント型ライツ・オフアリングのスキームにおける証券会社の行為に対して、こうした「有価証券の引受け」等に係る規制を適用する必要があると考えられる。

また、前記のとおり、コミットメント型ライツ・オフアリングのスキームにおいてコミットメントを行う者は、従来の「引受人」の定義に

該当しないため、発行後、証券会社以外の者がコミットメントを行つたことが可能となつている（注一一）。既に引受け済みの総額が五十である者や財務基礎の脆弱な者等についてはコミットメントが行われた場合には、投資者保護および資本市場の健全な運営等の観点から問題が生じることがあるため、こうした者はすべてコミットメントが行われるものとならず、第一種金融商品取引業として登録を必要とするものとし、着して不相当な引受け条件の禁止規制、最低資本金の上乗せ規制等を課す必要があると考えられる。

そこで、改正法では、コミットメント型ライツ・オフアリングのスキームにおけるコミットメントを行う者を「引受人」と位置づけるとともに、その行為を「有価証券の引受け」とする。また、コミットメントを行わずに引受けに該当する者が課せられることとなるが、総額引受けとなる。

具体的には、次のような整備を行っている。

（一）「引受人」の定義の拡大（法二二条（五））
コミットメント型ライツ・オフアリングのスキームにおいてコミットメントを行わずに募集会社は「引受人」に当たらない。改正法では、「引受け」の定義に、新株予約権の募集に際し、新株予約権を取得した者が当該新株予約権の譲渡を拒否しないことによりその未行使分を取得して当該新株予約権を行使することを含むこととする（注一二）。

また、コミットメント型ライツ・オフアリン

クにおいては、新株予約権の募集等に際し、コミットメントを行う者は自らは未行使権を行使せず、第三者に当該新株予約権の全部または一部を譲渡して当該第三者に権利行使せしめることを内容とする取約を締結することもあり得るため、改正法では、コミットメントを行う者は「第三章」に準拠して譲渡することを含む取約を締結する場合であっても、「引受人」の定義に知らずといわれている（注二一）。

なお、コミットメント型タイプ・オフアラインタイプ、外回の新株予約権に類似する権利等を用いて募集譲渡を行うことも考えられる。そのため、改正法では、新株予約権のほか、これに類するものとして内閣府令で定める権利を取得した者が当該権利を行使しないこともその未行使権を取得して自己または第三者が当該権利の行使をすることを内容とする取約をする場合も「引受人」の定義に含まれることとしている。新株予約権に類する権利の具体的な内容については、今後の内閣府令改正作業の中で検討する予定である。

④ 「有価証券の引受け」の定義の拡大（注二二条々五項三号）

コミットメント型タイプ・オフアラインのスキームにおいてコミットメントを行う行為は、注二七条四号の改正により金融商品取引業の一つ（「有価証券の引受け」）に位置づけられることとなる（注二三条項四号）。これにより、改正法では、コミットメント型タイプ・オフアライン

のスキームに係る「有価証券の引受け」のうが、新株予約権を発行者等から取得して行使することを含むとする取約を締結する行為を「有価証券の引受け」と位置づけることとしている。

これにより、コミットメント型タイプ・オフアラインのスキームにおいて発行者等から新株予約権を取得する証券会社に対し、最近資本金の十乗を規制（注二九条の四第一項四号、令一五条の七第一号）や不適切な引受審査の禁止（注四〇条二号、業令四二二条二項四号）といった「有価証券の引受け」に着目して設けられた規制を適用することとしている。

⑤ 「引受け取約」の定義の拡大（注二二条四項三号）

また、改正法では、新株予約権の募集等に際して締結する取約であっても、当該新株予約権を取得した者が当該新株予約権を行使しないこともその未行使権を行使し得る等から取得して自己または第三者が当該新株予約権を行使することを含むとするものを「引受け取約」と位置づけることとしている。

これにより、コミットメント型タイプ・オフアラインのスキームにおいて発行者等から新株予約権を取得し、自己または第三者が権利行使することを含むとする取約を締結する者に対し、有価証券開出書の随時記載等に関する損害賠償責任（注二二条一四項四号）といった「引受け取約」に着目して設けられた規制を適用することとしている。

④ 引受人の信用状等の開示に関する規定の整備（注四四条の四）

有価証券の引受人となった証券会社は、当該有価証券を売却する場合において、引受人となった日から十日を経過する日までには、その買主に対し買入代金につき買付けその他の信用の状を示すこととなることとされている。

コミットメント型タイプ・オフアラインのスキームにおいては、引受人となった証券会社は取約を行うのは、引受けの取約となる新株予約権ではなく、その権利行使によって取得した株式となるため、改正法では、当該証券会社取約する場合における信用状等を開示することとしている。

六 公開買付け制度の適宜範囲の配慮

現行制度上、新株予約権の取得を「買付け等」とし、これにより株券等所有割合（注二七条（一）第三号）が一役割合を超える場合には、公開買付け規制が適用される（注二七条（一）第三号）。買付け等とはその公開買付けを決定する新株予約権は、株券に換えて譲渡または取得することにより、事実上に対象会社の支配権を獲得するに十分可能であること、公開買付け性を要する観点から、新株予約権取得時に、株券等所有割合を決定して公開買付け規制が適用されることとされている。そのため、現行法では、新株予約権取得時に公開買付け規制が適用されることを前

提し、取得時に限って行使時まで規制の適用対象とするとは過剰な規制となることから、新株予約権を有する者が当該新株予約権を行使することにより行う株券等の買付け等については、一般に公開買付けとなる「買付け等」から除外している（注二七条（一）第三号ただし書）。

但し、株券等所有割合の計算において、買付け等および特別関係者以外の第三者については、所在するすべての新株予約権を行使すると仮定され、第三者の新株予約権は分母に加算されない。

この点、たとえば、コミットメント型タイプ・オフアラインでは、会社法二七七条に規定する新株予約権無償譲渡により、すべての株主に新株予約権が割り当てられた上で、最終的にはすべての新株予約権が行使されることとが確保されている。このため、会社法の株券等所有割合は事実上、新株予約権が割り当てられた段階で株券等所有割合がいったん上昇し、一定期間経過後は、他者取得を求めずすべての新株予約権に座る譲渡義務が分母に加算されることとなる。当該譲渡は最終的には減少することとが想定される。この場合、割り当てられた新株予約権を行使し、そのほかには株券の取得、処分を行わなければ株主の株券等所有割合は、新株予約権無償譲渡となされる前の割合に落ちることとなる（注二三）。

前記のような株券等所有割合の変動の特性があるにもかかわらず、現行制度に基づき、譲渡

時点における株券等所有割合を基準に公開買付け規制に基づく株券が課される。投資者への情報提供等の観点から妥当ではない場合も考えられる。したがって、コミットメント型タイプ・オフアライン等の場面においては、株券等所有割合の変動の特性を踏まえて、新株予約権の取得時ではなく、その行使時を基準に株券等所有割合を決定して公開買付け規制を適用することとが妥当である。

そのため、改正法においては、新株予約権のうが、会社法二七七条の規定により割り当てられるものであるとして、当該新株予約権が行使されることとが確保されることにより公開買付けによらないで取得されても投資者の保護のため支障を生ずることがないと認められるものとして内閣府令で定めるもの（注二四）については、当該新株予約権を行使することにより行う株券等の買付け等に対して、公開買付け規制を適用することとした（注二五）。

なお、このように行使されることとが確保される新株予約権については、その行使時まで株券等所有割合の計算の対象としないこととする旨の内閣府令の改正を行うことにより、その取得時には公開買付け規制の適用対象とならないようにするなどの修正を行う予定である（注二六）（注二七）。

七 インサイダー取引の重要事実の明確化

現行制度上、新株予約権無償譲渡に関する決定は、インサイダー取引規制には重要な事実として列挙されている。ただし、新株予約権無償譲渡に關する決定が投資者の投資判断に著しい影響を及ぼすものである場合には、重要事実に関する一般条項（注二六条（一）四号）に該当するものと考えられている。

しかし、今般の改正法においては、インサイダー取引の円滑化を図るための制度整備を行うことにより、今後、新株予約権無償譲渡を利用した増資が行われるケースが増加することが見込まれる。その場合、重要事実に関する一般条項に基いてインサイダー取引規制の適用範囲を画するにすぎず、新株予約権無償譲渡に關する決定が投資者の投資判断に著しい影響を及ぼすものとする必要が原則的に判断する必要がある。有価証券の発行に関する予見可能性が低いものとなるおそれがある。

そもそも新株予約権無償譲渡は、株式や新株予約権の募集と同様に会社から資金調達に関する決定の一つであり、また、株式無償譲渡と同様に株式の流通性に影響を及ぼす決定の一つでもあるため、新株予約権無償譲渡に關する決定は、一般に、投資者の投資判断に影響を及

資料3

【ご参考】

第1回新株予約権発行要項

1. 新株予約権の名称

株式会社タカラレーベン第1回新株予約権（以下「本新株予約権」という。）

2. 本新株予約権の割当ての方法

新株予約権無償割当ての方法により、平成22年3月31日（以下「割当基準日」という。）における当社の最終の株主名簿に記載又は記録された当社以外の株主に対し、その有する当社株式1株につき本新株予約権1個の割合で、本新株予約権を割当てる（以下「本新株予約権無償割当て」という。）。

3. 本新株予約権の総数

割当基準日における当社の発行済株式総数から同日において当社が保有する当社株式数を控除した数とする。

4. 本新株予約権無償割当ての効力発生日

平成22年4月1日

5. 本新株予約権の内容

（1）本新株予約権の目的である株式の種類及び数

本新株予約権1個あたりの目的である株式の種類及び数は当社の普通株式1株とする。

（2）本新株予約権の行使に際して出資される財産の価額

各本新株予約権の行使に際して出資される財産の価額は、300円とする。

（3）本新株予約権の行使期間

平成22年5月6日から平成22年5月31日までとする。

（4）本新株予約権の行使により株式を発行する場合における増加する資本金及び資本準備金に関する事項

①本新株予約権の行使により株式を発行する場合において増加する資本金の額は、会社計算規則第17条第1項の規定に従い算出される資本金等増加限度額の2分の1の金額とし、計算の結果1円未満の端数が生じたときは、その端数を切り上げるものとする。

②本新株予約権の行使により株式を発行する場合において増加する資本準備金の額は、上記①記載の資本金等増加限度額から上記①に定める増加する資本金の額を減じた額とする。

（5）本新株予約権の譲渡制限

譲渡による本新株予約権の取得については、当社取締役会の承認を要しない。

（6）本新株予約権の行使の条件

各本新株予約権の一部行使はできないものとする。

（7）本新株予約権の取得事由

本新株予約権の取得事由は定めない。

6. 社債、株式等の振替に関する法律の適用

本新株予約権は、その全部について社債、株式等の振替に関する法律（平成13年法律第75号。その後の改正を含む。以下「社債等振替法」という。）第163条の定めに従い社債等振替法の規定の適用を受けることとする旨を定めた新株予約権であり、社債等振替法第164条第2項に定める場合を除き、新株予約権証券を発行することができない。また、本新株予約権の取扱いについては、振替機関の定める株式等の振替に関する業務規程その他の規則に従う。

7. 本新株予約権の行使請求受付場所

東京都港区芝三丁目33番1号
中央三井信託銀行株式会社 本店

8. 本新株予約権の行使に際しての金銭の払込取扱場所

東京都千代田区神田神保町2-21-1
株式会社三井住友銀行 千代田営業部

9. 本新株予約権の行使の方法

- (1) 本新株予約権を行使しようとする本新株予約権者は、直近上位機関（当該本新株予約権者が本新株予約権の振替を行うための口座の開設を受けた振替機関又は口座管理機関をいう。以下同じ）に対して、本新株予約権の行使を行う旨の申し出及び払込金の支払いを行う。
- (2) 直近上位機関に対し、本新株予約権の行使を行う旨を申し出た者は、その後これを撤回することができない。

10. 振替機関

株式会社証券保管振替機構

11. その他

- (1) 上記各項については、金融商品取引法による届出の効力発生を条件とする。
- (2) 上記に定めるもののほか、本新株予約権の発行に関し必要な事項の決定は代表取締役社長に一任する。

以 上

「証券取引法等の一部を改正する法律の施行等に伴う関係ガイドライン(案)」に対するパブリックコメントの概要及びそれに対する金融庁の考え方

凡 例	
本「コメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方」においては、以下の略称を用いています。	
正 式 名 称	略 称
証券取引法等の一部を改正する法律及び証券取引法等の一部を改正する法律の施行に伴う関係法律の整備等に関する法律の施行に伴う関係政令の整備等に関する政令	整備政令
証券取引法	証取法
金融商品取引法	金商法
金融商品取引法施行令	金商法施行令
金融商品取引法第二条に規定する定義に関する内閣府令	定義府令
企業内容等の開示に関する内閣府令等の一部を改正する内閣府令	改正府令
企業内容等の開示に関する内閣府令	開示府令
特定有価証券の内容等の開示に関する内閣府令	特定有価証券開示府令
財務諸表等の用語、様式及び作成方法に関する規則	財規
財務計算に関する書類その他の情報の適正性を確保するための体制に関する内閣府令	内部統制府令

No.	コメントの概要	金融庁の考え方
企業内容等開示ガイドライン		
法第二条(定義)関係		
1	2-1について、少人数私募の要件は、取得勧誘の相手方の人数計算において除外される適格機関投資家(金商法施行令1条の4の要件を満たす者)については適用されないとのことであり、金商法施行令1条の7第2号ロにおいて、転売制限の対象となる買付者から当該適格機関投資家は除外される旨の規定がある。これは、金商法施行令1条の7第3号、定義府令13条3項の場合も同様であると解するが、この点の明確化のため、定義府令13条1項2号において、「当該有価証券を取得し又は買い付けた者」から、当該適格機関投資家が除かれることを、ガイドラインにおいて明示していただきたい。	貴見のとおり、少人数私募の要件における人数計算においては、金商法施行令1条の7第2号ロの「かつ」書きにおいてプロ私募の要件を満たす適格機関投資家を除外することとなっている。定義府令13条1項2号はこの政令の規定の委任を受けて定められており、同号に規定する「当該有価証券を取得し又は買い付けた者」の意味は、委任元の金商法施行令1条の7第2号ロにおける「プロ私募の要件に該当する適格機関投資家を除外する」との制約が付されているものと解されます。
2	新株予約権の無償割当ては株主からの申込みを要求することなく、基準日現在の株主に自動的に新株予約権が割り当てられるものであり、新株予約権の取得勧誘という行為は観念できないものであり、また、届出を要するものと取り扱う場合、取得までに目論見書を交付するべきこととなるが、いつまでに交付をすればよいのか明確ではないため、2-2は削除すべきである。	ご指摘の新株予約権の無償割当てについては、新株予約権の行使時の払込みを含めて考える必要があり、実質的には株主割当てによる株式の募集と同様であると考えられることから、新株予約権の無償割当てについては、取得勧誘に該当することと考えられます。 なお、新株予約権の無償割当ての目論見書は、新株予約権の無償割当てがその効力を生ずる日までに交付することが必要であると考えられます(金商法15条2項)。

一 金融商品取引法（昭和二十三年法律第二十五号）

改正案	現行
目次 第一章～第五章の五（略） 第六章 有価証券の取引等に関する規制（第一百五十七条―第七十一条の二） 第六章の二～第九章（略） 附則 （定義） 第二条（略） 2～5（略） 6 この法律（第五章を除く。）において「引受人」とは、有価証券の募集若しくは売出し又は私募若しくは特定投資家向け売付け勧誘等（第一項有価証券に係る売付け勧誘等であつて、第四項第二号ロに掲げる場合に該当するもの（取引所金融商品市場における有価証券の売買及びこれに準ずる取引その他の政令で定める有価証券の取引に係るものを除く。）をいう。以下同じ。）に際し、次の各号のいずれかを行う者をいう。 一・二（略） 三 当該有価証券が新株予約権証券（これに準ずるものとして内閣	目次 第一章～第五章の五（略） 第六章 有価証券の取引等に関する規制（第一百五十七条―第七十一条の二） 第六章の二～第九章（略） 附則 （定義） 第二条（略） 2～5（略） 6 この法律（第五章を除く。）において「引受人」とは、有価証券の募集若しくは売出し又は私募若しくは特定投資家向け売付け勧誘等（第一項有価証券に係る売付け勧誘等であつて、第四項第二号ロに掲げる場合に該当するもの（取引所金融商品市場における有価証券の売買及びこれに準ずる取引その他の政令で定める有価証券の取引に係るものを除く。）をいう。以下同じ。）に際し、次の各号のいずれかを行う者をいう。 一・二（略） （新設）

府令で定める有価証券を含む。以下この号において同じ。）である場合において、当該新株予約権証券を取得した者が当該新株予約権証券の全部又は一部につき新株予約権（これに準ずるものとして内閣府令で定める権利を含む。以下この号において同じ。）を行使しないときに当該行使しない新株予約権に係る新株予約権証券を取得して自己又は第三者が当該新株予約権を行使することを内容とする契約をすること。

7 この法律において「有価証券届出書」とは、第五条第一項（同条第五項において準用する場合を含む。以下同じ。）の規定による届出書及び同条第十項の規定によりこれに添付する書類並びに第七條第一項、第九条第一項又は第十条第一項の規定による訂正届出書をいう。

8 39 （略）

（有価証券届出書の提出）

第五条 （略）

2 5 （略）

6 第一項（前項において準用する場合を含む。以下この項及び第八項において同じ。）の規定により届出書を提出しなければならない外国会社（以下「届出書提出外国会社」という。）は、公益又は投資者保護に欠けることがないものとして内閣府令で定める場合には、第一項の届出書に代えて、内閣府令で定めるところにより、次に掲げる書類を提出することができる。

7 この法律において「有価証券届出書」とは、第五条第一項（同条第五項において準用する場合を含む。以下同じ。）の規定による届出書及び同条第六項の規定によりこれに添付する書類並びに第七條、第九条第一項又は第十条第一項の規定による訂正届出書をいう。

8 39 （略）

（有価証券届出書の提出）

第五条 （略）

2 5 （略）

（新設）

第一項の規定により訂正届出書が提出された場合について準用する。

(目論見書の作成及び虚偽記載のある目論見書等の使用禁止)

第十三条 その募集又は売出し（適格機関投資家取得有価証券一般勧誘（有価証券の売出しに該当するものを除く。）及び特定投資家等取得有価証券一般勧誘（有価証券の売出しに該当するものを除く。）を含む。以下この条並びに第十五条第二項から第四項まで及び第六項において同じ。）につき第四条第一項本文、第二項本文又は第三項本文の規定の適用を受ける有価証券の発行者は、当該募集又は売出しに際し、目論見書を作成しなければならない。開示が行われている場合（同条第七項に規定する開示が行われている場合をいう。以下この章において同じ。）における有価証券の売出し（その売出価額の総額が一億円未満であるものその他内閣府令で定めるものを除く。）に係る有価証券（以下この章において「既に開示された有価証券」という。）の発行者についても、同様とする。ただし、当該有価証券の募集が新株予約権証券の募集（会社法第二百七十七条に規定する新株予約権無償割当てにより行うものであつて、第四条第一項本文、第二項本文又は第三項本文の規定の適用を受けるものに限る。）であつて、次に掲げる要件の全てに該当する場合は、この限りでない。

一 当該新株予約権証券が金融商品取引所に上場されており、又はその発行後、遅滞なく上場されることが予定されていること。

の規定により訂正届出書が提出された場合について準用する。

(目論見書の作成及び虚偽記載のある目論見書等の使用禁止)

第十三条 その募集又は売出し（適格機関投資家取得有価証券一般勧誘（有価証券の売出しに該当するものを除く。）及び特定投資家等取得有価証券一般勧誘（有価証券の売出しに該当するものを除く。）を含む。以下この条並びに第十五条第二項から第四項まで及び第六項において同じ。）につき第四条第一項本文、第二項本文又は第三項本文の規定の適用を受ける有価証券の発行者は、当該募集又は売出しに際し、目論見書を作成しなければならない。開示が行われている場合（同条第七項に規定する開示が行われている場合をいう。以下この章において同じ。）における有価証券の売出し（その売出価額の総額が一億円未満であるものその他内閣府令で定めるものを除く。）に係る有価証券（以下この章において「既に開示された有価証券」という。）の発行者についても、同様とする。

(新設)

二 当該新株予約権証券に関して第四条第一項本文、第二項本文又は第三項本文の規定による届出を行った旨その他内閣府令で定める事項を当該届出を行った後、遅滞なく、時事に関する事項を掲載する日刊新聞紙に掲載すること。

2 前項の目論見書は、次の各号に掲げる場合の区分に応じ、当該各号に定める事項に関する内容を記載しなければならない。ただし、第一号に掲げる場合の目論見書については、第五条第一項ただし書の規定により同項第一号のうち発行価格その他の内閣府令で定める事項（以下この項及び第十五条第五項において「発行価格等」という。）を記載しないで第五条第一項本文の規定による届出書を提出した場合には、当該発行価格等を記載することを要しない。

一 第十五条第二項本文の規定により交付しなければならない場合 次のイ又はロに掲げる有価証券の区分に応じ、当該イ又はロに定める事項

イ その募集又は売出しにつき第四条第一項本文、第二項本文又は第三項本文の規定の適用を受ける有価証券 次に掲げる事項

(1) 第五条第一項各号に掲げる事項（当該募集又は売出しにつき同条第六項及び第七項の規定により外国会社届出書及びその補足書類が提出された場合には、これらの規定により当該書類に記載すべきものとされる事項。以下この項において同じ。）のうち、投資者の投資判断に極めて重要な影響を及ぼすものとして内閣府令で定めるもの

(2) (略)

(新設)

2 前項の目論見書は、次の各号に掲げる場合の区分に応じ、当該各号に定める事項に関する内容を記載しなければならない。ただし、第一号に掲げる場合の目論見書については、第五条第一項ただし書の規定により同項第一号のうち発行価格その他の内閣府令で定める事項（以下この項及び第十五条第五項において「発行価格等」という。）を記載しないで第五条第一項本文の規定による届出書を提出した場合には、当該発行価格等を記載することを要しない。

一 第十五条第二項本文の規定により交付しなければならない場合 次のイ又はロに掲げる有価証券の区分に応じ、当該イ又はロに定める事項

イ その募集又は売出しにつき第四条第一項本文、第二項本文又は第三項本文の規定の適用を受ける有価証券 次に掲げる事項

(1) 第五条第一項各号に掲げる事項のうち、投資者の投資判断に極めて重要な影響を及ぼすものとして内閣府令で定めるもの

(2) (略)

ロ (略)	二 (略)	三 第十五条第四項本文の規定により交付しなければならない場合 <u>第七条第一項の規定による訂正届出書に記載した事項</u>
3 前項第一号及び第二号に掲げる場合の目論見書であつて、<u>第五条第四項（同条第五項において準用する場合を含む。以下同じ。）の規定の適用を受けた届出書を提出した者が作成すべきもの又は同条第四項各号に掲げる全ての要件を満たす者が作成すべき既に開示された有価証券に係るものについては、参照書類を参照すべき旨を記載した場合</u>には、同条第一項第二号に掲げる事項の記載をしたものとみなす。 4・5 (略)	二 (略) 三 第十五条第四項本文の規定により交付しなければならない場合 <u>第七条の規定による訂正届出書に記載した事項</u> 3 前項第一号及び第二号に掲げる場合の目論見書であつて、<u>第五条第四項（同条第五項において準用する場合を含む。以下同じ。）の規定の適用を受けた届出書を提出した者が作成すべきもの又は同条第四項各号に掲げるすべての要件を満たす者が作成すべき既に開示された有価証券に係るものについては、参照書類を参照すべき旨を記載した場合</u>には、同条第一項第二号に掲げる事項の記載をしたものとみなす。 4・5 (略)	
(届出の効力発生前の有価証券の取引禁止及び目論見書の交付) 第十五条 (略) 2 発行者、有価証券の売出しをする者、引受人、金融商品取引業者、登録金融機関又は金融商品仲介業者は、前項の有価証券又は既に開示された有価証券を募集又は売出しにより取得させ、又は売り付ける場合には、<u>第十三条第二項第一号に定める事項に関する内容を記載した目論見書をあらかじめ又は同時に交付しなければならない</u>。ただし、次に掲げる場合は、この限りでない。 一・二 (略) 三 <u>第十三条第一項ただし書に規定する場合</u>	(届出の効力発生前の有価証券の取引禁止及び目論見書の交付) 第十五条 (略) 2 発行者、有価証券の売出しをする者、引受人、金融商品取引業者、登録金融機関又は金融商品仲介業者は、前項の有価証券又は既に開示された有価証券を募集又は売出しにより取得させ、又は売り付ける場合には、<u>第十三条第二項第一号に定める事項に関する内容を記載した目論見書をあらかじめ又は同時に交付しなければならない</u>。ただし、次に掲げる場合は、この限りでない。 一・二 (略) (新設)	

3 (略) 4 発行者、有価証券の売出しをする者、引受人、金融商品取引業者、登録金融機関又は金融商品仲介業者は、第一項の有価証券を募集又は売出しにより取得させ、又は売り付ける場合において、当該有価証券に係る第五条第一項本文の届出書について第七条第一項の規定による訂正届出書が提出されたときには、第十三条第二項第三号に定める事項に関する内容を記載した目論見書をあらかじめ又は同時に交付しなければならない。ただし、第二項各号に掲げる場合は、この限りでない。 5・6 (略)	3 (略) 4 発行者、有価証券の売出しをする者、引受人、金融商品取引業者、登録金融機関又は金融商品仲介業者は、第一項の有価証券を募集又は売出しにより取得させ、又は売り付ける場合において、当該有価証券に係る第五条第一項本文の届出書について第七条の規定による訂正届出書が提出されたときには、第十三条第二項第三号に定める事項に関する内容を記載した目論見書をあらかじめ又は同時に交付しなければならない。ただし、第二項各号に掲げる場合は、この限りでない。 5・6 (略)
(虚偽記載のある届出書の提出会社の役員等の賠償責任) 第二十一条 (略) 2・3 (略) 4 第一項第四号において「元引受契約」とは、有価証券の募集又は売出しに際して締結する次の各号のいずれかの契約をいう。 一 当該有価証券を取得させることを目的として当該有価証券の全部又は一部を発行者又は所有者（金融商品取引業者及び登録金融機関を除く。次号及び第三号において同じ。）から取得することを含む契約 二 (略)	(虚偽記載のある届出書の提出会社の役員等の賠償責任) 第二十一条 (略) 2・3 (略) 4 第一項第四号において「元引受契約」とは、有価証券の募集又は売出しに際して締結する次の各号のいずれかの契約をいう。 一 当該有価証券を取得させることを目的として当該有価証券の全部又は一部を発行者又は所有者（金融商品取引業者及び登録金融機関を除く。次号において同じ。）から取得することを含む契約 二 (略)
三 当該有価証券が新株予約権証券（これに準ずるものとして内閣府令で定める有価証券を含む。以下この号において同じ。）である	(新設)

る場合において、当該新株予約権証券を取得した者が当該新株予約権証券の全部又は一部につき新株予約権（これに準ずるものとして内閣府令で定める権利を含む。以下この号において同じ。）を行使しないときに当該行使しない新株予約権に係る新株予約権証券を発行者又は所有者から取得して自己又は第三者が当該新株予約権を行使することを内容とする契約

（参照方式による場合の適用規定の読替え）

第二十三条の二 第五条第四項の規定の適用を受ける届出書若しくは当該届出書に係る訂正届出書が提出され、又は第十三条第三項の規定の適用を受ける目論見書が作成された場合における第七条、第九条から第十一条まで、第十七条から第二十一条まで、第二十二条及び前条の規定の適用については、第七条第一項中「規定による届出書類」とあるのは「規定による届出書類（同条第四項（同条第五項において準用する場合を含む。第九条から第十一条までにおいて同じ。）の規定の適用を受ける届出書にあつては、当該届出書に係る参照書類を含む。以下この項において同じ。）」と、第九条第一項中「届出書類」とあるのは「届出書類（第五条第四項の規定の適用を受ける届出書又は当該届出書に係る第七条第一項の規定による訂正届出書にあつては、これらの届出書又は訂正届出書に係る参照書類を含む。）」と、第十条第一項中「有価証券届出書」とあるのは「有価証券届出書（第五条第四項の規定の適用を受ける届出書又は当該届出書に係る第七条第一項、前条第一項若しくはこの項の規定

（参照方式による場合の適用規定の読替え）

第二十三条の二 第五条第四項の規定の適用を受ける届出書若しくは当該届出書に係る訂正届出書が提出され、又は第十三条第三項の規定の適用を受ける目論見書が作成された場合における第七条、第九条から第十一条まで、第十七条から第二十一条まで、第二十二条及び前条の規定の適用については、第七条中「規定による届出書類」とあるのは「規定による届出書類（同条第四項（同条第五項において準用する場合を含む。第九条から第十一条までにおいて同じ。）の規定の適用を受ける届出書にあつては、当該届出書に係る参照書類を含む。以下この条において同じ。）」と、第九条第一項中「届出書類」とあるのは「届出書類（第五条第四項の規定の適用を受ける届出書又は当該届出書に係る第七条の規定による訂正届出書にあつては、これらの届出書又は訂正届出書に係る参照書類を含む。）」と、第十条第一項中「有価証券届出書」とあるのは「有価証券届出書（第五条第四項の規定の適用を受ける届出書又は当該届出書に係る第七条、前条第一項若しくはこの項の規定による訂正届出書に

第十二項まで及び第十五項から第十九項までの規定中「報告書提出外国会社」とあるのは「報告書提出外国者」と読み替えるものとするほか、必要な技術的読替えその他これらの規定の適用に関し必要な事項は、政令で定める。

（発行者以外の者による株券等の公開買付け）

第二十七条の二 その株券、新株予約権付社債券その他の有価証券で政令で定めるもの（以下この章及び第二十七条の三十の十一（第四項を除く。）において「株券等」という。）について有価証券報告書を提出しなければならない発行者又は特定上場有価証券（流通状況がこれに準ずるものとして政令で定めるものを含み、株券等に限る。）の発行者の株券等につき、当該発行者以外の者が行う買付け等（株券等の買付けその他の有償の譲受けをいい、これに類するものとして政令で定めるものを含む。以下この節において同じ。）であつて次のいずれかに該当するものは、公開買付けによらなければならない。ただし、新株予約権（会社法第二百七十七条の規定により割り当てられるものであつて、当該新株予約権が行使されることが確保されることにより公開買付けによらないで取得されても投資者の保護のため支障を生ずることがないと認められるものとして内閣府令で定めるものを除く。以下この項において同じ。）を有する者が当該新株予約権を行使することにより行う株券等の買付け等及び株券等の買付け等を行う者がその者の特別関係者（第七項第一号に掲げる者のうち内閣府令で定めるものに限る。）から行う株券等

（発行者以外の者による株券等の公開買付け）

第二十七条の二 その株券、新株予約権付社債券その他の有価証券で政令で定めるもの（以下この章及び第二十七条の三十の十一（第四項を除く。）において「株券等」という。）について有価証券報告書を提出しなければならない発行者又は特定上場有価証券（流通状況がこれに準ずるものとして政令で定めるものを含み、株券等に限る。）の発行者の株券等につき、当該発行者以外の者が行う買付け等（株券等の買付けその他の有償の譲受けをいい、これに類するものとして政令で定めるものを含む。以下この節において同じ。）であつて次のいずれかに該当するものは、公開買付けによらなければならない。ただし、新株予約権を有する者が当該新株予約権を行使することにより行う株券等の買付け等及び株券等の買付け等を行う者がその者の特別関係者（第七項第一号に掲げる者のうち内閣府令で定めるものに限る。）から行う株券等の買付け等その他政令で定める株券等の買付け等は、この限りでない。

の買付け等その他政令で定める株券等の買付け等は、この限りでない。

一〇六 (略)

二〇八 (略)

(開示用電子情報処理組織の定義)

第二十七条の三十の二 この章において「開示用電子情報処理組織」とは、内閣府の使用に係る電子計算機（入出力装置を含む。以下この章において同じ。）と、第五条第一項（同条第五項）（第二十七条において準用する場合を含む。）及び第二十七条において準用する場合を含む。）、第七条第一項（第二十四条の二第一項、第二十四条の四の三第一項（第二十四条の四の八第二項及び第二十四条の五の二第二項において準用する場合を含む。）、第二十四条の四の五第一項、第二十四条の四の七第四項、第二十四条の五第五項及び第二十四条の七第三項（これらの規定を第二十七条において準用する場合を含む。）、第二十四条の六第二項並びに第二十七条において準用する場合を含む。）、第九条第一項（同項後段を除き、第二十四条の二第一項、第二十四条の四の三第一項（第二十四条の四の八第二項及び第二十四条の五の二第二項において準用する場合を含む。）、第二十四条の四の五第一項、第二十四条の四の七第四項、第二十四条の五第五項及び第二十四条の七第三項（これらの規定を第二十七条において準用する場合を含む。）、第二十四条の六第二項並びに第二十七条において準用する場合を含む。）、第十条第一項

一〇六 (略)

二〇八 (略)

(開示用電子情報処理組織の定義)

第二十七条の三十の二 この章において「開示用電子情報処理組織」とは、内閣府の使用に係る電子計算機（入出力装置を含む。以下この章において同じ。）と、第五条第一項（第二十七条において準用する場合を含む。）、第七条（第二十四条の二第一項、第二十四条の四の三第一項（第二十四条の四の八第二項及び第二十四条の五の二第二項において準用する場合を含む。）、第二十四条の四の五第一項、第二十四条の四の七第四項、第二十四条の五第五項及び第二十四条の七第三項（これらの規定を第二十七条において準用する場合を含む。）、第二十四条の六第二項並びに第二十七条において準用する場合を含む。）、第九条第一項（同項後段を除き、第二十四条の二第一項、第二十四条の四の三第一項（第二十四条の四の八第二項及び第二十四条の五の二第二項において準用する場合を含む。）、第二十四条の四の五第一項、第二十四条の四の七第四項、第二十四条の五第五項及び第二十四条の七第三項（これらの規定を第二十七条において準用する場合を含む。）、第二十四条の六第二項並びに第二十七条において準用する場合を含む。）、第十条第一項（同項後段を除き、第二十四条の二第一項、第二十四条の四の三第一

必要な技術的読替えは、政令で定める。

第二十八条 (略)

2 6 (略)

7 この章において「有価証券の元引受け」とは、第二条第八項第六号に規定する有価証券の引受けであつて、次の各号のいずれかに該当するものをいう。

一 当該有価証券を取得させることを目的として当該有価証券の全部又は一部を発行者又は所有者（金融商品取引業者及び登録金融機関を除く。次号及び第三号において同じ。）から取得すること。

二 (略)

三 当該有価証券が新株予約権証券（これに準ずるものとして内閣府令で定める有価証券を含む。以下この号において同じ。）である場合において、当該新株予約権証券を取得した者が当該新株予約権証券の全部又は一部につき新株予約権（これに準ずるものとして内閣府令で定める権利を含む。以下この号において同じ。）を行使しないときに当該行使しない新株予約権に係る新株予約権証券を発行者又は所有者から取得して自己又は第三者が当該新株予約権を行使することを内容とする契約をすること。

8 (略)

(登録の拒否)

第二十八条 (略)

2 6 (略)

7 この章において「有価証券の元引受け」とは、第二条第八項第六号に規定する有価証券の引受けであつて、次の各号のいずれかに該当するものをいう。

一 当該有価証券を取得させることを目的として当該有価証券の全部又は一部を発行者又は所有者（金融商品取引業者及び登録金融機関を除く。次号において同じ。）から取得すること。

二 (略)

(新設)

8 (略)

(登録の拒否)

第三十六条の二 (略)

2 金融商品取引業者等以外の者（金融商品仲介業者その他の法令の規定により金融商品取引業を行うことができる者に限る。）は、前項の標識又はこれに類似する標識を掲示してはならない。

（引受人の信用供与の制限）

第四十四条の四 有価証券の引受人となつた金融商品取引業者は、当該有価証券（第二条第六項第三号に掲げるものを行う金融商品取引業者にあつては、同号に規定する新株予約権を行使することにより取得する有価証券）を売却する場合において、引受人となつた日から六月を経過する日までは、その買主に対し買入代金につき貸付けその他信用の供与をしてはならない。

第六十一条 (略)

2 外国の法令に準拠して設立された法人で外国において投資運用業（第二条第八項第十二号に掲げる行為を投資一任契約に基づき行う業務に限る。以下この項において同じ。）を行う者（第二十九条の二第二項第五号に規定する業務の種別のうち、投資助言・代理業以外のものについて第二十九条の登録を受けた者を除く。）は、同条の規定にかかわらず、金融商品取引業者のうち投資運用業を行う者その他政令で定める者のみを相手方として投資運用業を行うことができる。

3 外国の法令に準拠して設立された法人で外国において投資運用業

第三十六条の二 (略)

2 金融商品取引業者等以外の者は、前項の標識又はこれに類似する標識を掲示してはならない。

（引受人の信用供与の制限）

第四十四条の四 有価証券の引受人となつた金融商品取引業者は、当該有価証券を売却する場合において、引受人となつた日から六月を経過する日までは、その買主に対し買入代金につき貸付けその他信用の供与をしてはならない。

第六十一条 (略)

2 外国の法令に準拠して設立された法人で外国において投資運用業（第二条第八項第十二号に掲げる行為を投資一任契約に基づき行う業務に限る。以下この項において同じ。）を行う者（第二十九条の登録を受けた者を除く。）は、同条の規定にかかわらず、金融商品取引業者のうち投資運用業を行う者その他政令で定める者のみを相手方として投資運用業を行うことができる。

3 外国の法令に準拠して設立された法人で外国において投資運用業

する。この場合において、これらの規定中「特例業務届出者」とあるのは「金融商品取引業者等」と、第六十三条第三項中「前項」とあるのは「第六十三条の第三項」と、「同項各号に掲げる事項」とあるのは「同項に規定する業務の種別その他内閣府令で定める事項」と読み替えるものとするほか、必要な技術的読替えは、政令で定める。

3 (略)

(会社関係者の禁止行為)

第百六十六条 (略)

2 前項に規定する業務等に関する重要事実とは、次に掲げる事実（第一号、第二号、第五号及び第六号に掲げる事実にあつては、投資者の投資判断に及ぼす影響が軽微なものとして内閣府令で定める基準に該当するものを除く。）をいう。

一 当該上場会社等の業務執行を決定する機関が次に掲げる事項を行うことについての決定をしたこと又は当該機関が当該決定（公表がされたものに限る。）に係る事項を行わないことを決定したこと。

イニ (略)

ホ 株式無償割当て又は新株予約権無償割当て

ヘヨ (略)

二八 (略)

三六 (略)

の場合において、これらの規定中「特例業務届出者」とあるのは、「金融商品取引業者等」と読み替えるものとするほか、必要な技術的読替えは、政令で定める。

3 (略)

(会社関係者の禁止行為)

第百六十六条 (略)

2 前項に規定する業務等に関する重要事実とは、次に掲げる事実（第一号、第二号、第五号及び第六号に掲げる事実にあつては、投資者の投資判断に及ぼす影響が軽微なものとして内閣府令で定める基準に該当するものを除く。）をいう。

一 当該上場会社等の業務執行を決定する機関が次に掲げる事項を行うことについての決定をしたこと又は当該機関が当該決定（公表がされたものに限る。）に係る事項を行わないことを決定したこと。

イニ (略)

ホ 株式無償割当て

ヘヨ (略)

二八 (略)

三六 (略)

資料 6

[Home Page](#) > [Executive Branch](#) > [Code of Federal Regulations](#) > [Electronic Code of Federal Regulations](#)

Electronic Code of Federal Regulations

e-CFR

TM

e-CFR Data is current as of September 1, 2011**Title 17: Commodity and Securities Exchanges****PART 230—GENERAL RULES AND REGULATIONS, SECURITIES ACT OF 1933**[Browse Previous](#) | [Browse Next](#)**§ 230.801 Exemption in connection with a rights offering.**

A rights offering is exempt from the provisions of Section 5 of the Act (15 U.S.C. 77e), so long as the following conditions are satisfied:

- (a) *Conditions* —(1) *Eligibility of issuer.* The issuer is a foreign private issuer on the date the securities are first offered to U.S. holders.
- (2) *Limitation on U.S. ownership.* U.S. holders hold no more than 10 percent of the outstanding class of securities that is the subject of the rights offering (as determined under the definition of “U.S. holder” in §230.800(h)).
- (3) *Equal treatment.* The issuer permits U.S. holders to participate in the rights offering on terms at least as favorable as those offered the other holders of the securities that are the subject of the offer. The issuer need not, however, extend the rights offering to security holders in those states or jurisdictions that require registration or qualification.
- (4) *Informational documents.* (i) If the issuer publishes or otherwise disseminates an informational document to the holders of the securities in connection with the rights offering, the issuer must furnish that informational document, including any amendments thereto, in English, to the Commission on Form CB (§239.800 of this chapter) by the first business day after publication or dissemination. If the issuer is a foreign company, it must also file a Form F-X (§239.42 of this chapter) with the Commission at the same time as the submission of Form CB to appoint an agent for service in the United States.
- (ii) The issuer must disseminate any informational document to U.S. holders, including any amendments thereto, in English, on a comparable basis to that provided to security holders in the home jurisdiction.
- (iii) If the issuer disseminates by publication in its home jurisdiction, the issuer must publish the information in the United States in a manner reasonably calculated to inform U.S. holders of the offer.
- (5) *Eligibility of securities.* The securities offered in the rights offering are equity securities of the same class as the securities held by the offerees in the United States directly or through American Depositary Receipts.
- (6) *Limitation on transferability of rights.* The terms of the rights prohibit transfers of the rights by U.S. holders except in accordance with Regulation S (§230.901 through §230.905).
- (b) *Legends.* The following legend or an equivalent statement in clear, plain language, to the extent applicable, appears on the cover page or other prominent portion of any informational document the issuer disseminates to U.S. holders:

This rights offering is made for the securities of a foreign company. The offer is subject to the disclosure requirements of a foreign country that are different from those of the United States. Financial statements included in the document, if any, have been prepared in accordance with foreign accounting standards that may not be comparable to the financial statements of United States companies.

It may be difficult for you to enforce your rights and any claim you may have arising under the federal securities laws, since the issuer is located in a foreign country, and some or all of its officers and directors may be residents of a foreign country. You may not be able to sue the foreign company or its officers or directors in a foreign court for violations of the U.S. securities laws. It may be difficult to compel a foreign company and its affiliates to subject themselves to a U.S. court's judgment.

[Browse Previous](#) | [Browse Next](#)

For questions or comments regarding e-CFR editorial content, features, or design, email ecfr@nara.gov.

For questions concerning e-CFR programming and delivery issues, email webteam@apo.gov.

[Section 508 / Accessibility](#)

金融商品取引法研究会名簿

(平成 23 年 9 月 12 日現在)

会 長	神 田 秀 樹	東京大学大学院法学政治学研究科教授
副 会 長	前 田 雅 弘	京都大学大学院法学研究科教授
委 員	青 木 浩 子	千葉大学大学院専門法務研究科教授
〃	太 田 洋	西村あさひ法律事務所パートナー・弁護士
〃	川 口 恭 弘	同志社大学大学院法学研究科教授
〃	神 作 裕 之	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	黒 沼 悦 郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
〃	近 藤 光 男	神戸大学大学院法学研究科教授
〃	中 東 正 文	名古屋大学大学院法学研究科教授
〃	中 村 聡	森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士
〃	藤 田 友 敬	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	松 尾 直 彦	東京大学大学院法学政治学研究科 客員教授・弁護士
〃	山 田 剛 志	成城大学法学部教授
オブザーバー	古 澤 知 之	金融庁総務企画局市場課長
〃	永 井 智 亮	野村證券常務執行役員 兼チーフ・リーガル・オフィサー
〃	萩 野 明 彦	大和証券グループ本社経営企画部長
〃	松 本 讓 治	S M B C 日興証券法務部長
〃	金 井 仁 雄	みずほ証券法務部長
〃	伊地知 日出海	日本証券業協会常務執行役
〃	平 田 公 一	日本証券業協会常務執行役
〃	三 森 肇	日本証券業協会自主規制本部自主規制企画部長
〃	廣 瀬 康	東京証券取引所総務部法務グループ課長
研 究 所	東 英 治	日本証券経済研究所理事長
〃	若 林 良之助	日本証券経済研究所常務理事
〃	小 林 和 子	日本証券経済研究所主任研究員
〃	萬 澤 陽 子	日本証券経済研究所研究員
〃	安 田 賢 治	日本証券経済研究所事務局次長

(敬称略)

[参考] 既に公表した「金融商品取引法研究会（証券取引法研究会）研究記録」

第1号「裁判外紛争処理制度の構築と問題点」 報告者 森田章同志社大学教授	2003年11月
第2号「システム障害と損失補償問題」 報告者 山下友信東京大学教授	2004年1月
第3号「会社法の大改正と証券規制への影響」 報告者 前田雅弘京都大学教授	2004年3月
第4号「証券化の進展に伴う諸問題(倒産隔離の明確化等)」 報告者 浜田道代名古屋大学教授	2004年6月
第5号「EUにおける資本市場法の統合の動向 —投資商品、証券業務の範囲を中心として—」 報告者 神作裕之東京大学教授	2005年7月
第6号「近時の企業情報開示を巡る課題 —実効性確保の観点を中心に—」 報告者 山田剛志新潟大学助教授	2005年7月
第7号「プロ・アマ投資者の区分—金融商品・ 販売方法等の変化に伴うリテール規制の再編—」 報告者 青木浩子千葉大学助教授	2005年9月
第8号「目論見書制度の改革」 報告者 黒沼悦郎早稲田大学教授	2005年11月
第9号「投資サービス法(仮称)について」 報告者 三井秀範金融庁総務企画局市場課長 松尾直彦金融庁総務企画局 投資サービス法(仮称)法令準備室長	2005年11月
第10号「委任状勧誘に関する実務上の諸問題 —委任状争奪戦(proxy fight)の文脈を中心に—」 報告者 太田洋 西村ときわ法律事務所パートナー・弁護士	2005年11月
第11号「集団投資スキームに関する規制について —組合型ファンドを中心に—」 報告者 中村聡 森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士	2005年12月
第12号「証券仲介業」 報告者 川口恭弘同志社大学教授	2006年3月

- 第 13 号「敵対的買収に関する法規制」 2006 年 5 月
報告者 中東正文名古屋大学教授
- 第 14 号「証券アナリスト規制と強制情報開示・不公正取引規制」 2006 年 7 月
報告者 戸田暁京都大学助教授
- 第 15 号「新会社法のもとでの株式買取請求権制度」 2006 年 9 月
報告者 藤田友敬東京大学教授
- 第 16 号「証券取引法改正に係る政令等について」 2006 年 12 月
(TOB、大量保有報告関係、内部統制報告関係)
報告者 池田唯一金融庁総務企画局企業開示課長
- 第 17 号「間接保有証券に関するユニドロア条約策定作業の状況」 2007 年 5 月
報告者 神田秀樹 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 18 号「金融商品取引法の政令・内閣府令について」 2007 年 6 月
報告者 三井秀範 金融庁総務企画局市場課長
- 第 19 号「特定投資家・一般投資家について」 2007 年 9 月
報告者 青木浩子 千葉大学大学院専門法務研究科教授
- 第 20 号「金融商品取引所について」 2007 年 10 月
報告者 前田雅弘 京都大学大学院法学研究科教授
- 第 21 号「不公正取引について－村上ファンド事件を中心に－」 2008 年 1 月
報告者 太田洋 西村あさひ法律事務所パートナー・弁護士
- 第 22 号「大量保有報告制度」 2008 年 3 月
報告者 神作裕之 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 23 号「開示制度（Ⅰ）－企業再編成に係る開示制度および
集団投資スキーム持分等の開示制度－」 2008 年 4 月
報告者 川口恭弘 同志社大学大学院法学研究科教授
- 第 24 号「開示制度（Ⅱ）－確認書、内部統制報告書、四半期報告書－」 2008 年 4 月
報告者 戸田 暁 京都大学大学院法学研究科准教授
- 第 25 号「有価証券の範囲」 2008 年 7 月
報告者 藤田友敬 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 26 号「民事責任規定・エンフォースメント」 2008 年 10 月
報告者 近藤光男 神戸大学大学院法学研究科教授
- 第 27 号「金融機関による説明義務・適合性の原則と金融商品販売法」 2009 年 1 月
報告者 山田剛志 新潟大学大学院実務法学研究科准教授
- 第 28 号「集団投資スキーム（ファンド）規制」 2009 年 3 月
報告者 中村聡 森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士

- 第 29 号「金融商品取引業の業規制」 2009 年 4 月
報告者 黒沼悦郎 早稲田大学大学院法務研究科教授
- 第 30 号「公開買付け制度」 2009 年 7 月
報告者 中東正文 名古屋大学大学院法学研究科教授
- 第 31 号「最近の金融商品取引法の改正について」 2011 年 2 月
報告者 藤本拓資 金融庁総務企画局市場課長
- 第 32 号「金融商品取引業における利益相反 2011 年 6 月
—利益相反管理体制の整備業務を中心として—」
報告者 神作裕之 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 33 号「顧客との個別の取引条件における特別の利益提供に関する問題」 2011 年 9 月
報告者 青木浩子 千葉大学大学院専門法務研究科教授
松本讓治 S M B C 日興証券 法務部長

購入を希望される方は、一般書店または当研究所までお申し込み下さい。
当研究所の出版物案内は研究所のホームページ <http://www.jsri.or.jp/> にてご覧いただけます。

金融商品取引法研究会研究記録 第34号

ライツ・オフアリングの円滑な
利用に向けた制度整備と課題

平成23年11月10日

定価（本体500円＋税）

編 者 金 融 商 品 取 引 法 研 究 会
（証券取引法研究会）

発行者 公益財団法人 日本証券経済研究所
東京都中央区日本橋茅場町1-5-8
東京証券会館内 〒103-0025
電話 03（3669）0737 代表
URL: <http://www.jsri.or.jp>

ISBN978-4-89032-650-1 C3032 ¥500E