

大証金融商品取引法研究会

ライツ・オファリングにかかる金融商品取引法の改正について（2）

平成 23 年 11 月 25 日（金） 15:00～17:00 大阪証券取引所 5 階取締役会会議室にて

出席者（五十音順）

飯田 秀総 神戸大学大学院法学研究科准教授

石田 眞得 関西学院大学法学部教授

伊藤 靖史 同志社大学法学部教授

川口 恭弘 同志社大学法学部教授

河本 一郎 神戸大学名誉教授・弁護士

北村 雅史 京都大学大学院法学研究科教授

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

龍田 節 京都大学名誉教授・弁護士

前田 雅弘 京都大学大学院法学研究科教授

松尾 健一 同志社大学法学部准教授

森田 章 同志社大学大学院司法研究科教授

森本 滋 同志社大学大学院司法研究科教授

○森本 時間になりましたので、大証金融商品取引法研究会を始めさせていただきます。

本日は、先月に引き続きまして、黒沼先生から「ライツ・オファリングにかかる金融商品取引法の改正について（２）」、ご報告いただきます。

それでは、黒沼先生、よろしくお願ひいたします。

~~~~~

【報 告】

## ライツ・オファリングにかかる金融商品取引法の改正について （２）

早稲田大学大学院法務研究科

教 授 黒 沼 悦 郎

早稲田大学の黒沼でございます。

前回に引き続きまして、「ライツ・オファリングにかかる金融商品取引法の改正について」、報告いたします。

今回の報告は、公開買付規制、インサイダー取引規制に関する改正点と、外国株主の権利行使の制限と株主平等原則の関係についての報告が中心になります。

### 1. 前回の補足

それらの内容に入る前に、前回の補足を２点にわたってさせていただきたいと思います。

#### （１）虚偽記載に基づく責任

前回の報告で、ライツ・オファリングに係る新株予約権の有価証券届出書に虚偽記載があった場合のコミットメントを行う元引受証券会社の責任について、株主は新株予約権を無償で割り当てられるのであるから、一切損害を被っていないのではないかという疑いがあるという指摘をしました。その際、株主が新株予約権を行使して新株を取得した後に有価証券届出書の虚偽記載が発覚した場合、虚偽記載を知らずに新株予約権を行使した者は損害を被っているのではないかのご指摘を受けました。

前回の例のように、株価が１，０００円のときに行使価額５００円の新株予約権を株主

に1対1の割合で無償割当した結果、株価は750円に下落し、株主が500円を払い込んで新株を取得したとします。その後、虚偽記載が発覚して株価が400円まで下落したとすると、株主は1株について350円(750円-400円)、2株で合計700円の損害を受けることになります。

これらの損害の多くは、虚偽記載によってつり上げられていた株価が虚偽記載の発覚によって本来の価格に戻ったことによって発生したものですから、株主が株主として共通に被る損害であり、有価証券届出書の虚偽記載を根拠として株主が損害賠償をなし得る性質のものではないという議論があります。

ただし、新株予約権の行使前に虚偽記載が発覚し、その時点で株価が500円以下に下落すれば、株主は新株予約権を行使しないでしょうから、700円の損害のうち新株予約権を行使したことによって生じた損害分、これは500円払って400円のもの取得したことになりますから100円と思われませんが、この損害分については、新株予約権を行使した者だけが被る損害であって、株主が共通して被る損害ではないように見えます。株主としては、虚偽記載がより早く発覚していれば、新株予約権を行使せずに損害の発生を避け得たように見えるわけです。

この例において、株主が本当に新株予約権の行使によって100円の損害を受けたかどうかを確かめるには、もし虚偽記載が新株予約権の行使前に発覚した場合に株価が幾らに下落するかを考えてみる必要があります。上の例では、新株の払い込み後に株価が400円まで下落していますから、株主としては、旧株の価値1,000円+新たな払込み500円=2株で1,500円の価値のある株式を有しているはずであったのが、株式の真の価値は800円(400円×2株)であったことになります。そうすると、その差額の700円(株式価値の水増し分)は、新株の払込み前に既にその絶対額として生じていたはずですから、もしこの虚偽記載が新株予約権の行使前に発覚していれば、株価は1,000円-700円=300円まで下落していたはずで、ライツ・オフリングの公表後であれば、750円から300円に下落するという事だろうと思います。

このように、虚偽記載が新株予約権の行使前に発覚し、株主が新株予約権を行使しなくても、株主は虚偽記載が新株予約権の行使後に発覚した場合と同額の700円の損害を被ることになります。そして、新株予約権の行使前に虚偽記載が発覚した場合の株式価値の下落を考えてみますと、1,000円または750円から300円への下落は、企業価値がもともと1株当たり300円であることを反映したものにすぎませんから、株主が虚偽

記載によって被る損害とは言えません。

新株予約権の理論価値、250円だと思えますけれども、これが失われたことも、真実の価値がゼロであったわけですから、株主が虚偽記載によって被る損害とは言えません。そうだとすると、個々の株主が虚偽記載を知らずに新株予約権を行使したことによって被ったように見える損害も、実は、元の株式の価値が真の価値に戻ったことによる損害にすぎず、虚偽記載によって生じた損害とは言えないように思われます。

株主は、新株予約権の行使前に真実が開示されていたら、新株予約権を行使せずに高値で売り抜けることができたから損害を被っていると主張するかもしれません。しかし、理論上も、実際上も、真実が開示された途端に新株予約権は無価値となり、高値で売り抜けることはできないと考えられます。また、虚偽記載の発覚前に新株予約権を売却すれば、株主は損失を被ることはありませんが、それは法律上の原因のない利得を得たにすぎず、そのような利得を得べかりし利益として損害の賠償を請求することはできないのではないかと思います。

## (2) 引受証券会社の行為規制

現在、ライツ・オファリングの制度整備に係る内閣府令の改正案がパブリックコメントに付されています。

資料を4点お配りしてあるうちの、資料1が内閣府令の改正案の抜粋です。資料2はSEC規則の801条、資料3はFSAの上場規則の抜粋、資料4は法制専門研究会の報告書です。それ以外に、先月のレジюмеもご参考までにお配りいただいています。

前回報告した事項に関する内閣府令の改正案は、おおむね予定されていたとおりのものでありましたが、そのときに内容が明らかでなかったコミットメントを行う引受証券会社の行為規制について紹介をしておきたいと思います。

これは、引受証券会社による新株予約権の行使の勧誘について、金商業府令上の行為規制を置くこととされていたものです。金商業府令117条1項33号の改正案(資料1)で、引受証券会社の役職員に対し、次の行為を禁止しています。

- イ) 新株予約権の行使の勧誘に関して、新株予約権を取得した者に対し虚偽のことを告げる行為。
- ロ) 新株予約権を取得した者に対し、不確実な事項について断定的判断を提供し、または確実であると誤解させるおそれのあることを告げて新株予約権の行使の勧誘をす

る行為。

イ)の虚偽事実の告知は、既に法38条1号で禁止されており、同法の違反には罰則が適用されます(198条の6第2号)。ただ、同法は、金融商品取引契約の締結またはその勧誘に関し虚偽事実の告知を禁止するものであり、新株予約権の行使の勧誘はこれに該当しないため、法38条7号に基づく内閣府令において新たに禁止を定めるものです。

ロ)の断定的判断の提供の禁止も、既に法38条2号で禁止されていますが、同法も金融商品取引契約の締結をする行為にのみ適用されるため、内閣府令において新たに禁止を定めるものです。

結局、改正案は、金融商品取引業者一般に適用される行為規制と同レベルの規制を引受証券会社に対して適用するにとどまっており、引受証券会社が売れ残りリスクを軽減するために、新株予約権の取得者に対し予約権行使の過度の勧誘を行うおそれに特に着目した規制になっていないという点で不満が残ります。

例えば、①引受証券会社が一般的な媒体により権利行使を促すときは、権利行使の方法、新株予約権を市場で売却することも可能であること、上場新株予約権の市場価格を知る方法を必ず記載するとか、②個別に投資者に対して権利行使を促すときは、新株予約権の市場価格を告げる、市場で売却するほうが有利な時期には権利行使の勧誘をしてはならない等の踏み込んだ規制を置くべきではなかったかと思えます。

また、改正案は、コミットメント型ライツ・オフERINGの引受金融商品取引業者等のみを名宛人としていますけれども、新株予約権の行使の勧誘に際して虚偽の事実を告げないことや断定的判断を提供しないことは当たり前のことであり、これらを禁止することは、引受人以外の金融商品取引業者等にも等しく妥当します。虚偽事実の告知や断定的判断の提供がより一般的に金融商品取引法上の権利の行使についても適用されるよう、法38条1号及び2号を改正すべきではなかったかと思えます。

以上が前回の補足です。

## 2. 公開買付規制の適用範囲の見直し

### (1) 問題の所在

新株予約権の公開買付規制上の現行規制の扱いでは、新株予約権の取得を「買付け等」ととらえ、これにより株券等所有割合が3分の1を超える場合には、公開買付規制が適用されます(27条の2第1項)。

これに対し、新株予約権の行使により行う株券等の買付け等は、一律に規制対象となる「買付け等」から除外しています（同項但書）。また、株券等所有割合の計算においては、買付者、特別関係者以外の第三者は、所有する新株予約権を行使するとは限らないため、株券等所有割合を計算するときに、第三者の新株予約権は分母に加算されません（27条の2第8項1号）

この規制をライツ・オファリングにそのまま適用するとどうなるのか。コミットメント型ライツ・オファリングでは、割り当てられた新株予約権が最終的にすべて行使されることが確保されています。このため、各株主の株券等所有割合の計算上、新株予約権が割り当てられた段階で株券等所有割合が一たん上昇し、当該株主が自己の新株予約権のみを行使する場合には、その者の株券等所有割合は、新株予約権無償割当がなされる前の割合に戻るようになります。

立案担当者の解説では、当初株券等所有割合30%の株主がいる会社で、1株につき1株を得ることのできる新株予約権を無償割当てすると、割当ての直後の当該株主の株券等所有割合が46%になる例が示されています。

## （2）改正法の内容

最終的に必ず株券等所有割合が戻るのに、一時的に3分の1を超えることから公開買付規制が発動されるのは不合理です。そこで、改正法は、コミットメント型ライツ・オファリングの場面においては、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判定して公開買付規制を適用することにしました。

そのためには、2つの手当が必要になります。第1は、コミットメント型ライツ・オファリングの場合には新株予約権の行使時に公開買付規制を適用できるようにすることです。

この目的を達成するために、法27条の2第1項但書が、新株予約権の行使による株券等の買付けを適用除外にしているところ、適用除外の範囲から内閣府令で定める新株予約権を除いています。11月4日公表の内閣府令案では、①買付け者が会社法277条の新株予約権無償割当で取得したものであること、②新株予約権の発行から権利行使期間の末日までが2カ月を超えないこと、③新株予約権の募集に際し、金融商品取引業者が行使されなかった新株予約権を取得して自己または第三者が行使することを契約していること、のすべてに該当する場合を挙げています（他社株府令2条の2の2）。

第2に、コミットメント型ライツ・オファリングの場合に新株予約権の割当時に公開買付規制を適用されないようにするため、法27条の2第8項に基づいて買付者の株券等所有割合の計算を定める内閣府令上、分母に加算される新株予約権に係る議決権の数をゼロにすることが提案されています（他社株府令8条3項1号改正案）。

このほか、同様のことは大量保有報告でも問題になるため、新株予約権の無償割当によって5%ルールをトリガーしないように、大量保有府令上も所要の改正が提案されています（大量保有府令5条1項1号改正案）。

証券会社は、引受け業務によって一時的に大量の株券等を保有することがあるため、従来から引受けによって取得した有価証券は、払込期日の翌日まで公開買付規制の株券等所有割合、大量保有報告の株券等保有割合の対象から除外する特例が設けられています（他社株府令7条1項2号、大量保有府令4条2号）。

コミットメント型ライツ・オファリングにおいては、証券会社が新株予約権を行使して株式を取得するのに時間がかかるため、その間、特例期間を延長する必要があると指摘されてきました（WG報告7頁）。

そこで、内閣府令の改正案は、公開買付規制との関係では、証券会社が引受人として取得した新株予約権と当該新株予約権を行使して取得した株式について、それぞれ新株予約権の取得日から60日を経過するまでは株券等所有割合の計算から除外し（他社株府令7条1項2号改正案）、大量保有報告との関係では、新株予約権の取得日から5営業日を経過するまで株券等保有割合の計算から除外する特例を提案しています（大量保有府令4条2号改正案）。

### （3）若干の検討

以上の改正点について若干の検討を加えたいと思います。

#### ① 公開買付規制との関係

まず、新株予約権の取得時ではなく、行使時に株券等所有割合にカウントするのは、コミットメント型のライツ・オファリングに限られ、ノン・コミットメント型の場合には、従来どおり、新株予約権の取得時にカウントされることとなります。ノン・コミットメント型の場合の規制を変更しなかったのは、ノン・コミットメント型ライツ・オファリングが公開買付規制の潜脱に用いられないようにするためだろうと思います。

その結果、30%の所有者が自動的に46%になってしまう事態が起り得るわけです。

もちろん、新株予約権の無償割当によって大株主が直ちに公開買付規制違反となるわけではなく、原則として、市場外における有価証券の買付けができなくなるだけです。

ただし、例外的に、新株予約権の無償割当前3カ月以内に買付者が市場外で5%超を取得し、新株予約権の新規発行取得により株券等所有割合が3分の1を超える場合には、急速な買付けの規制（法27条の2第1項4号）が適用され、市場外での5%超の取得が公開買付規制違反となるのではないかと思います。

新株予約権の無償割当は、発行者が当該大株主の意向を無視してすることも不可能ではないので、そういった発行者の行為によって大株主が法律違反を問われるのは、不合理のように思われます。そうだとすると、ノン・コミットメント型のライツ・オファリングについても、新株予約権の取得時ではなく、行使時を基準に、株券等所有割合が増加するとすべきではなかったかと思えます。

立案担当者は、ノン・コミットメント型のライツ・オファリングでは、一たん上昇したある株主の株券等所有割合が元に戻らないこともあることを考慮して、コミットメント型と扱いを変えたようです。しかし、重要なのは、株券等所有割合が元に戻るか戻らないかという差異ではなく、無償割当による新株予約権の取得は投資者の意思による行為とは言えない点で、コミットメント型もノン・コミットメント型も同じであるという点ではないかと思えます。

当事者の意思による行為と認められないのに、それを当事者の意思による有価証券の取得と同等に扱うことに無理があるのです。確かに、発行者と買付者が通謀して新株予約権の無償割当をすることも考えられます。しかし、その場合でも、新株予約権を取得した買付者は、それを行使しなければ会社の支配権を取得できないのですから、新株予約権の行使による株式の取得時に株券等所有割合が増加したと認識すれば足りると思えます。

## ② 大量保有報告との関係

新株予約権のような潜在的な株式の保有者の情報も投資者にとって有用ですから、新株予約権の保有も株券等保有割合に含めるという原則を維持しつつ、コミットメント型ライツ・オファリングについてのみ特例を認めたことは妥当であると考えます。

もっとも、大量保有報告書制度は、他人の行為により保有者の株券等保有割合が5%を超えた場合にも適用されますから、新株予約権の無償割当により一時的に5%を超えた場合に一律にこれを適用するほうが、理論上はすっきりするよう思えます。しかし、大株



主が大量保有報告書提出のコストを負担することになり、そのことが発行者のライツ・オフアリングを抑制するおそれがありますので、コミットメント型に限って例外を認めることも、政策的には妥当であると思われま

### ③ 引受証券会社の特例

コミットメントを行うがゆえに引受けを行うこととなる証券会社については、新株予約権の無償割当を受けているわけではないことから、前述の特例が適用されません。引受証券会社は、自己新株予約権という既発行有価証券を発行者から買い付けることになるため、別の特例が必要になるわけです。

特例の形式としては、公開買付規制との関係では、引受けに係る新株予約権を行使して株式を取得するまで株券等所有割合の算定の基礎に入れないというやり方も可能であったように思われますが、府令の改正案は、売れ残りの新株予約権を発行者から取得してから一定の期間を経過するまでは算定の基礎に入れないという形式を採用しました。

この一定の期間とは60日ですが、その起算点が「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た日」（他社株府令7条1項2号、資料1の130頁傍線部分）とされている点が、私にはどうも理解できません。

この60日という期間は、株主に適用される特例の条件の一つとして、「新株予約権の発行から権利行使期間の末日までが2カ月を超えないこと」と定められていることに合わせたものではなく—もしそうならば2カ月と定めればよかったですから—、法27条の2第1項2号にいう「著しく少数の者からの株券等の買付け等」が60日間で10人以下を意味するところに合わせたものだと思います。

コミットメント型ライツ・オフアリングの期間は2カ月を超えることはないという認識を前提として、新株予約権の発行から60日を経過するまで算入しないというのならわかりますが、売れ残りの新株予約権を発行者から取得してから60日は新株予約権としても株式としてもカウントしないというのは、不算入期間が長過ぎないかと思います。

大量保有報告との関係では、不算入期間は新株予約権の取得日から5営業日です。これは、コミットメント型ライツ・オフアリングでは、売れ残りの新株予約権を引受証券会社が取得してから速やかに払込みが行われて新株が発行されるので、5営業日も見ておけば十分だということから来ているものだと思います。

### 3. インサイダー取引規制の見直し

#### (1) 改正法の内容

現行制度上、新株予約権無償割当に関する決定は、インサイダー取引規制における重要事実として列挙されていません。その理由は明らかではありませんが、新株予約権の無償割当は、株式発行による資金調達の一方法として募集株式の発行に関する決定（166条2項1号イ）に包含されると考えていたのかもしれませんが。

しかし、その理解は誤りであり、かつ、新株予約権無償割当に関する決定は、発行者による資金調達に係る決定として投資者の投資判断に重要な影響を及ぼす事実なので、改正法は、新株予約権無償割当に関する決定をインサイダー取引の重要事実として列挙し（法166条2項1号ホ）、内閣府令で軽微基準を定めることにしました。

内閣府令案によると、軽微基準として、新株予約権の行使時の払込金額の総額が1億円未満と見込まれること、かつ、1株に対し割り当てる新株予約権の目的である株式の数が0.1未満であることを定めています（取引規制府令49条改正案）。

また、コミットメント型のライツ・オファリングでは、新株予約権の発行後、発行者が新株予約権を取得し、これを引受証券会社に売却する行為が行われます。この売買取引が阻害されないように、インサイダー取引の適用除外を設けることが提案されています。

すなわち、第1に、法166条6項8号のいわゆる知る前契約・知る前計画の一つとして、発行者が重要事実を知る前に決定し、公表済みのコミットメント型ライツ・オファリングの計画に基づいて、未行使分の新株予約権を取得条項により取得する場合、及び取得した新株予約権を引受証券会社に売却する場合を定めています（取引規制府令59条1項13号）。第2に、167条5項8号の知る前契約・知る前計画の一つとして、同様の行為を適用除外とすることが提案されています。（取引規制府令63条1項13号）。

#### (2) 若干の検討

これらについても若干の検討をしておきたいと思います。

##### ① 軽微基準

軽微基準案のうち、払込金額の総額1億円とは、有価証券届出書の提出要件を用いたものであり、ここに「見込まれる」とは、新株予約権がすべて行使されたとしても1億円未満であることを意味すると考えられます。

1株に対する新株式の数が0.1未満であることを軽微基準の要件とするのは、株式無

償割当や株式分割と横並びでありますけれども、株式無償割当や株式分割は資金調達の手段ではありませんから、横並びにすることに意味はないと思います。

発行済株式に対して新たに発行される株式数の割合が大きければ、既存の株主の持株比率に与える影響から重要性を帯びるとも考えられますが、ライツ・オフリングは基本的に既存の株主の持株比率に影響を与えませんので、この点でも、新株式の割合を問題とすることに意味はありません。

さらに、払込金額が1億円以上と見込まれるときは、新株式の割合いかんによらず、新株予約権無償割当は軽微基準を満たさないので、この基準は、新株予約権無償割当の払込金額が総額1億円未満であっても、割当比率が0.1以上であれば、インサイダー取引の重要事実該当することを意味します。

ところが、払込総額1億円未満の新株予約権無償割当など、まず考えられないのではないかと。とすると、この基準は現実的ではないように思います。むしろ、企業の規模にかかわらず、総額1億円未満の資金調達のみを軽微基準とする現行法の規制が批判されているところであり、企業規模に応じた軽微基準という観点からは、絶対額の基準を廃止し、ライツ・オフリングについては割当比率0.1未満のみを用いることにこそ意味が認められるのではないかと思います。

ライツ・オフリングについては、株主の持分比率や会社の支配に及ぼす影響を考慮する必要がなく、純粋に企業規模に応じた調達資金の額が重要性判断の基準となると考えられるところ、新株予約権の割当比率は、企業規模に応じた資金調達の大きさを一応表すものと言えるからです。

## ② 適用除外

コミットメント型ライツ・オフリングの計画後、発行者が重要事実を知ったとしても、当該計画に基づく新株予約権や株式の売買は重要事実を知ったことと無関係に行われるはずですから、インサイダー取引規制の適用を除外することは合理的です。

コミットメント型では、発行者は未行使の新株予約権を取得条項の行使によって取得し、その全部を引受証券会社に売却しますから、発行者は有価証券の売買の帰属主体としては利益を享受することができないのであって、その点からも、インサイダー取引規制を及ぼす必要はないとも言えます。

しかし、発行者と引受証券会社との間の新株予約権のやり取りは発行者の資金調達の過

程で行われる行為であり、資金調達の場合には発行者と投資者とが取引関係に立つため、すべての重要な事実が開示されるという建前が取られているのではなかったか。

コミットメント型ライツ・オファリングでは、有価証券届出書の提出から引受証券会社による株式の取得までの間が比較的長く、すべての重要な事実が有価証券届出書で開示されるという建前を貫くことができないのであれば、これをインサイダー取引規制の適用対象として、発行者に重要な事実の開示を求めるというやり方もあり得たように思います。

なお、内閣府令の改正案では、元引受証券会社が計画に従い取得または売付けをすべき期日において当該取引をすることと、取得または売付けをすべき期限の10日前から期限までに当該取引をすることが適用除外となります。

この適用除外規定には、取得を一定の期間によって定める場合には、それが10日より長期にならないように定めさせるという効果があると考えられます。

#### 4. 特定の株主の権利行使の制限と株主平等原則

##### (1) 問題の所在

日本企業がライツ・オファリングを行う場合、株主に一定割合のアメリカ居住者がいると、アメリカの投資者にも株式取得の勧誘を行っていることになり、アメリカで公募(public offering)と扱われるおそれがあります。

前回説明したように、アメリカでは、新株予約権の無償割当は公募に該当しませんが、新株予約権の行使による株式の取得の勧誘が公募に当たると考えられています。アメリカの公募には、制定法上の定義がなく、その解釈は判例に委ねられていますが、公募に該当すると、発行者はSECへ登録届出書を提出しなければならず、以後、アメリカにおいて継続開示義務を負うこととなります。これは、アメリカで上場していない企業にとってライツ・オファリングを不可能にするほどのコストを強いられる事態であり、ライツ・オファリングの大きな障害になります。

SECは、アメリカ居住の投資者がライツ・オファリングに参加できないことの不利益を避けるために、公募の適用除外規定を設けています(33年法規則801条、資料2)。

それによると、次の要件を満たす場合に、ライツ・オファリングは、33年証券法5条の登録を免れることができます。

- ①ライツ・オファリングの対象となっている証券についてのアメリカの保有者の割合が10%未満であること。

②発行者が、アメリカの保有者がライツ・オファリングに参加することを、対象証券の他の保有者に対するのと少なくとも同等の条件で認めること。

③発行者がライツ・オファリングに関して公表し、または証券保有者に交付した文書があるときは、当該文書を Form C B に従い英語で S E C に提出する等。

しかし、①のアメリカ居住の株主はノミニー名義で外国株を保有することが多いことから、10%未満の要件を満たしていることを発行者が確認するのが難しく、この適用除外規定はあまり用いられていないと言われています。

そこで、国内の発行者がアメリカの証券規制の過度の適用を回避するためには、アメリカの株主による新株予約権の行使を制限するしかないため、そのことが株主平等原則に抵触しないかどうか、研究会を組織して検討することになったわけです。

ヨーロッパでは、一定の外国居住株主に権利を割り当てない、またはこれらの株主による権利行使を制限する事例が見られるようです。

たとえば、イギリス F S A の上場規則（資料 3）では、持分証券を発行する上場会社は、まず、既存の株主に対して持株数に応じて持分証券の取得を勧誘しなければならないとしつつ（規則 9.3.11）、発行者が、他の領域の法律または規制上の要件を考慮して、募集から除外することが必要または適当であると考える株主に引受権を与えずにライツ・イシューを行う場合には、これを適用しない（規則 9.3.12(2)(b)）と定めています。

イギリスでは、会社法上の株主の引受権を株主総会決議等で排除した上で、既存の株主に対してライツ・オファリングを行うことが多く、上記の上場規則もそのような非制定法上のライツ・オファリングについて定めるものです。

非制定法上のライツ・オファリングについても、株主平等取扱いの問題が残るようであり、それを扱った例として、Mutual Life Insurance Co of New York v. The Rank Organization Ltd（[1985] BCLC 11）があります。この事件では、S E C 登録を避けるために、R社がアメリカとカナダの株主を除外して「株主優先募入」により新株を発行したところ、アメリカの実質的株主が、北アメリカの株主を除外した取締役の行為が株主平等取扱いを定める定款規定に違反するとして、R社らに対し損害賠償を求めた事件です。判決は、R社の取締役は、株式の配分に当たり、会社の利益を考慮して誠実にその権限を行使しており、アメリカとカナダの株主は、募集からの除外により、株式や株式に付された権利自体が害されていない以上、不公正に扱われたとは言えないとして請求を棄却しました。このケースは、いろんな教科書の中に引用されているところを見ますと、判例とし

て定着しているようです。

ドイツでは、判例上、株主平等原則が確立していたわけですが、1979年の改正株式法改正により、「株主は、同一の条件の下においては、同一に取り扱われなければならない」という53a条が創設されました。それ以前の判例では、株主の新株引受権を排除した上での増資について、新株引受権の排除が、①会社の利益に資すること、②会社の利益の増大という目的にとって必要であること、③新株引受権を排除される株主と相当性を欠く関係にないこと、という実質的条件を充足しなければならないと判示した連邦通常裁判所判決があります（BGHZ 71, 40, 高橋英治「ドイツにおける株主平等原則」民商法雑誌138巻2号88頁）。

## （2）報告書の内容（資料4）

金融庁に設けられた法制専門研究会は、9月16日に報告書を取りまとめ、公表しました。この議事録は公表されていませんが、議事を踏まえた解説が金融庁の担当者により公表されています（商事法務1944号30頁）。

それによりながら、報告書の内容と議論を紹介し、若干の検討を加えたいと思います。

### ① ブルドックソース事件最高裁決定との関係

ブルドックソース事件では、差別的行使条件を内容とする新株予約権の無償割当を行ったことが株主平等原則に違反しないかが争われ、最高裁は、特定の株主による支配権の取得に伴い企業価値が毀損され、会社の利益、ひいては株主共同の利益が害されることとなるような場合には、新株予約権無償割当において当該株主を差別的に取り扱ったとしても、当該取扱いが公平の理念に反し相当性を欠くものでない限り、直ちに株主平等原則の趣旨に反するわけではないと判示しました（最決平成19.8.7民集61巻5号2215頁）。

そこで、この最高裁決定の考え方をライツ・オファリングに応用できないかが問題とされたわけです。

報告書は、ブルドックソース事件決定は、会社の支配権が争われている場面を前提とするものであり、支配権の争いがない場面においても直接適用されるものかは明らかでないが、その背後にある必要性（特定の株主を区別して取り扱う客観的・合理的な必要性）と相当性（区別して取り扱われる株主の不利益が補われる状況にあること）という枠組みは、一般に利用できるかと判断しました。すなわち、ライツ・オファリングにおいても、これを円滑に実施できるようにする必要性があり、かつ、権利行使を制限される特定の外国株主

の利益との関係で相当性が認められる場合には、類型的に株主平等原則に抵触しないと解釈することができるとしています（報告書4頁）。

2つの要件のうち、必要性の要件については、特定の外国に居住する株主（以下、特定外国株主という）が一定数いる場合には、外国において証券の登録をし、発行者が継続開示義務を負担するというのは、ライツ・オフリングを不可能にするほどの障害である。したがって、ライツ・オフリングにおいて特定の株主の権利行使を制限することの必要性が認められることについては、意見の相違は見られませんでした。

なお、ライツ・オフリングが会社の支配権の争いに利用されることも考えられるところ、支配権の争いがある場合の新株発行の適否は、別の考慮要素の検討が必要となるため、報告書は、会社の支配権が争われている場面を対象としていません（報告書2頁）。

## ② 相当性の要件

結論から先に述べますと、報告書は、ライツ・オフリングに係る新株予約権が我が国の金融商品取引所に上場されることにより流動性が確保され、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特定外国株主は、新株予約権を市場で売却することができるので、他の株主と比べても経済的な不利益を受けることはない。また、特定外国株主が市場で株式を購入することができる状況にある場合には、特定外国株主は、株式を購入することにより持分割合を維持することが可能であると述べています（報告書5頁）。

したがって、これらの条件が満たされる場合には相当性の要件も充足されるというのが報告書の結論です。

相当性の要件に関する議論の状況を紹介しますと、まず、新株予約権を市場で売却することにより経済的利益の回収が可能であればよいとする点については、権利行使が制限される特定外国株主に対しては取得条項により適正な対価を支払って発行会社が新株予約権を取得する必要はないか、という論点も示されました。新株予約権の市場価格が理論価格と比べてディスカウントした価格となることも想定されるので、市場売却では経済的利益の回収が困難な場合もあるからです。

しかし、権利行使を制限される者からのみ取得するというスキームは実現が難しいのではないかという疑問が出され、この案は採用されませんでした。

私の個人的な考えでは、新株予約権を取得請求権付とし、取得請求権の行使条件として

特定外国株主であることを定め、請求者に特定外国株主であることを証する書面等を提出させれば、実務的に可能ではないかと思えます。

ただし、その場合、特定外国株主に対するいわば逆差別となるため、スキーム全体が株主平等原則の趣旨に反すると評価されるおそれがある点、および特定外国株主が市場で新株予約権を買い集めて取得請求権を行使するという鞘取り行動をとる結果、新株予約権を行使する者がいなくなり、資金調達に失敗するおそれがある点で、このスキームには問題があると思えます。

つぎに、特定外国株主の持株割合が特に高い場合には、市場において新株予約権の流動性が十分に確保できないおそれがあり、相当性の要件を満たさないと解すべきか、という論点が示されました。

この点については、特定外国株主の持株割合が特に高い場合には一律にライツ・オフリングを認めないという対処も考えられるのですが、報告書はそのような立場はとっていません。

この問題については、流動性の十分な確保が見込めない場合には「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」にないとして、ライツ・オフリングは認められない。特定外国株主のうち特定の者の持分割合が特に高い場合には、その者の権利行使を排除すると、その者の持分割合が特に低下することになりますので、「発行会社の支配権を争う場面」に該当するとしてライツ・オフリングが認められないという整理になるのではないかと考えられます。

第3に、支配権の争いがないことを前提とすると、ライツ・オフリングにおける権利行使制限では、株主に経済的な不利益を与えることさえなければ相当性が満たされることができ、持分割合を維持するために「特定外国株主が我が国の市場で株式を購入することができる状況」が必要であるとする必要はないのではないかと意見もありました。

しかし、この点は、既存株主の持分割合の維持という点も考慮して、あえてライツ・オフリングによって資金調達を行うのであるから、相当性の観点として持分割合の維持への配慮も求められるべきであると考えられ、報告書もそのような観点から整理をしています。

### ③ 株主総会決議の要否



EU諸国のように、会社法により株主の新株引受権が法定されている法域では、外国株主を排除するために株主総会の決議を行っているところから、特定外国株主をライツ・オフティングから排除するために株主総会決議を要するかという論点も議論されました。

この点について、報告書は、本報告書が対象とするライツ・オフティングの局面は、株主に判断を委ねる必要があるものではないと評価できることから、株主総会の決議によって株主の意思を確認することは必須ではないと述べています（報告書5頁）。

この部分はやや説明不足ですけれども、①我が国では募集株式の発行は基本的に取締役会の決議事項とされていること、②支配権の争いがある場合には、取締役会と株主の利害が対立するので株主の意思を確認することが重要になるが、報告書は支配権の争いがある場合を対象としていないことから、株主総会決議を不要とするものと言えます。

また、研究会においては、ブルドックスソース事件決定との関係が議論の対象となりましたが、①ブルドックスソース事件決定は、特定の者の支配が株主共同の利益に合致するか判断するのが難しいため株主の判断を尊重したものであり、外国の証券規制に基づき登録を行うための費用等の負担が株主共同の利益に反することが客観的に明らかであれば、株主の意思を確認するまでもない、②取締役会決議による差別的行使条件付新株予約権の無償割当が行われたピコイ事件の東京高裁決定（東京高決平成20.5.12金判1298号46頁）は、ブルドックスソース事件決定と同じ枠組みで必要性・相当性の検討を行っており、ブルドックスソース事件決定の枠組みを前提としても、株主の意思を確認することが必要となるわけではない、といった意見が示されました（商事法務1944号35頁）。

それに加えて、権利行使の制限を設けることについて取締役会に授権することをあらかじめ定款に定めておけば、株主総会の決議がなくても、権利行使の制限が株主平等原則に抵触する可能性が低くなるのではないかといった問題提起もされていました。

この点については、株主平等原則の要請を強く捉えるときは、その例外を認めるには本来全員一致——不利益を受ける株主の承諾といった方がいいのかもしれませんが——が必要であり、定款規定による例外を認めるのであれば、上場前にそういう定款規定を置くことが望まれるのであり、上場後の定款変更では平等原則への抵触を回避する効果は低いのではないかと指摘や、定款規定を置くことを、ライツ・オフティングを適法に行う要件ではなく、いわば加点要素にとどめるとしても、定款規定を持たない発行者がライツ・オフティングを行うことを事実上、極めて困難にするといった指摘があり、定款規定を必要とする案は採用されませんでした。

### (3) 報告書の意義

最後に、報告書の意義について言及しておきたいと思います。

この報告書は、我が国の上場会社によるライツ・オフアリングにおいて特定外国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及びその趣旨に抵触するものではないと解釈するための考慮要素について整理を行ったものです。その内容を私なりに要約しますと、特定外国株主による権利行使の制限は、会社の支配権に争いがなく、新株予約権が上場されることにより流動性が確保され、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、株主平等原則及びその趣旨に抵触しないこととなります。

報告書では、株主平等原則についての解釈を示すことによって、我が国の上場会社によるライツ・オフアリングが行われるよう促すものでありますが、もちろん、裁判所の判断を拘束するものではありません。

特定外国株主の権利行使の制限のあり方について、報告書は踏み込んでいません。権利行使を制限される特定外国株主の範囲としては、①特定の外国に居住する株主すべてを対象とすること、②当該外国に居住する株主のうち一定の要件を満たす者に対象を限定するといったことが考えられます。

②の方法は、例えばアメリカでは、機関投資家向けにレギュレーションDや規則144Aのような私募の制度が設けられていますので、私募に該当する限り、機関投資家による権利行使を制限しないということを考えてものです。

また、報告書は、権利行使の制限の方法について触れていませんけれども、特定外国株主でないことを権利行使の条件として定めるのが最も簡明であると思われる。

報告書は、最後に、金融商品取引所の上場規則や日本証券業協会の自主規制等によって規律が整備されることが期待されるとしています。(報告書6頁)

これは、金融商品取引所の上場規則によって、上場会社が株主平等原則に反して行動しないよう確保するための規制、例えば新株予約権の上場を求めることなどや、ライツ・オフアリングに際してのタイムリー・ディスクロージャーの内容を定め、日本証券業協会の自主規制規則によって、ライツ・オフアリングに際して支配権の争いがなく、株式の流動性が確保されていることを引受審査の審査項目として定めることなどを想定するものと思われる。

本日の報告は、金商法の報告と、法制専門研究会の報告書の紹介にとどまっています。

ライツ・オファリングについては、このほか、実際に行うときにどういった実務上の工夫をしなければならないかといった検討や、会社法上の問題点の検討も必要だと思われませんが、今回は省略しました。甚だ雑駁な報告ですけれども、ご教授のほど、よろしく願いいたします。

~~~~~

【討 論】

○森本 どうもありがとうございました。

きょうの報告は、大きく4つに分かれるようです。第1番目は前回の補足、第2番目は公開買付規制の適用範囲の見直し、そして第3番目が、レジユメの6ページにありますインサイダー取引規制の見直し、そして最後が、7ページ以下の株主平等原則に係る問題です。前回の補充と株主平等原則の問題はその他の事項と性格を異にするように思われますので、最初に前回の補足を簡単にご議論いただいた後、公開買付規制と内部者取引の話をしていただき、最後に株主平等原則の問題について議論するというふうに区切ってやったほうが合理的かと思います。

まず、前回の補足について、虚偽記載に基づく責任と引受証券会社の行為規制についてご報告がございましたが、これについて何かご質問、ご意見はございませんか。

1 虚偽記載に基づく責任

○河本 例の西武鉄道の株価の判決が出ましたね（最判平成23年9月13日金融・商事判例1376号33頁）。あの判決の立場からこの問題を考えたら、取得価額を基準にすることになるのではないですか。ここでおっしゃっている株価1,000円というのは、取得価額ではなくて、ライツ・オファリング、新株予約権が発行されたときの株価というのをお考えなのですか。

○黒沼 はい、される前の株価といいですかね。

○河本 個々の株主の損害賠償は、その取得価額をもとに考えるんじゃないのですか。

○黒沼 ここでの問題意識は、新株予約権の行使によって損害が生じるかということですね。新株予約権の行使によって生じた損害は、例えば21条に基づいて損害賠償を請求できるような性質のものかという点に焦点を当てて考えたということでありまして、こ

れ以外の責任というのはほかにいくらでもあると思われま

例えば、虚偽記載がされている間に株式を取得した者が被る損害というのは別に考えられますので、そのときに西武鉄道のような状況があれば、取得価額を基準にするということもあり得る話だと思います。

○河本 例えば、800円で粉飾のない状態の株式を取得していて、それが1,000円になった。そのときに、虚偽記載を含んだライツ・オファリングの届出書が出されて、行使する前にそれがバレて、おっしゃるように400円に下がったというときは、やはり取得した800円を元に考えるのではないですか。

○黒沼 それは虚偽記載がないときに800円で取得したことになりますから、取得したこと自体に基づく責任は、そのケースでは問えないことになると思います。

○河本 持っている間に一番高くなっていたところを基準にして損害賠償を請求するということになりますね。

○黒沼 この例では1,000円のことを基準とすれば幾らの損害が生じるかということを考えて計算してただけです。そして、損害賠償を請求できるかという点については、むしろ難しいのではないかと、そういう趣旨で報告をいたしました。

○森本 もう一回確認しますが、全面的に場合分けをしているのではなくて、特定の条文に基づく責任の話に限定されているのですか。

○黒沼 私の側で混乱している点があると思いますが、もともとは21条に基づく責任を考えていました。ただ、株主が共通して被る損害について、会社に請求することはできないけれども、会社以外の者には請求できるという考え方ができるとすると、21条でもこういった責任の追及ができるのかという点は問題になりますね。

○前田 今回、改正法が21条4項で、ライツ・オファリングに対応して元引受契約の概念を拡大しましたね。4項でせつかく元引受契約の概念を拡大しても、黒沼先生のご報告を聞く限りでは、1項の責任というのは、損害がないということで結局空振りになって責任追及はできない。そうすると、4項で元引受契約の概念を拡大したことは無意味であったということになるのでしょうか。

○黒沼 前回、そう考えてご報告をしたのですけれども、ただ、今言ったように、発行者以外の責任は追及していいということになるはずですね。ここは、大きな勘違いを私のほうでしていたと思います。

虚偽記載によって株価が釣り上げられて、釣り上げられたときに新株発行が行われた

場合に、元からいる株主も新たに新株予約権を行使して株式を取得したのであれば、その分については引受証券会社の責任を追及できるということになりそうですね【追記1】。

- 森本 その場合の損害賠償額はいろいろ考えられるのでしょうか……。
- 黒沼 そうすると、この場合は100円になるかもしれません【追記2】。
- 森本 これについては、前回の補足ですので、よろしいですか。

2 引受証券会社の行為規制

- 川口 引受証券会社の行為規制については、内閣府令はパブリック・コメント中というところでご紹介いただいたのですが、これは虚偽事実の告知と断定的判断の提供の禁止だけが禁止行為になっています。38条の1号と2号に該当するものを持ってきたのだと思いますが、そのほか117条では、例えば虚偽表示、重要な事項についての誤解を生じせしめるべき表示をする行為等々も禁止行為と規定しています。こういうものも当然適用すべき話ではないでしょうか。なぜこういうふうに限定したのか、何か特別な理由があるのでしょうか。

もう一点、3ページで、行為規制について、引受人以外の業者にも拡大すべきだというご提案ですが、これ以外の者でこういうことをする動機を持っている人たちがいるのでしょうか。すなわち、引受人は、後で引き受けなければならないものがたくさん増えるのは困るので、権利行使を勧誘するという動機があります。そのため、いろいろな行為規制をかける必要があるのでしょうかけれども、そのほかの者について、そもそもそういうインセンティブがない、だから、規定をあえて設ける必要もないのではないかという見解はあり得ないでしょうか。

- 黒沼 前者については、私もおっしゃるとおりだと思います。金融商品取引契約の締結の定義の中に、新株予約権の行使のようなものも入れてしまえば一遍に全部適用できたのではないかと思うのです。

後者については、確かにインセンティブはないかもしれませんが、有価証券の売買の勧誘と同じように、例えば顧客から相談を受けて、サービスとして専門家としてアドバイスをすることもあり得ると思いますので、その際に、いわば看板理論、証券会社の看板を掲げている以上、もちろん虚偽のことを言うてはいけないし、断定的判断の提供もしてはいけない、そういう規制があるのも当然ではないかと思います。

- 森田 実態はよくわかりませんが、コミットメントするという場合、いついつまでに権利行使しない人は私に言ってください、私が買いますよというような趣旨の手紙か何かはどこかに書いてあって、それでじっとしているのか、電話か何かかけて、私に売ってくださいというようなことを言うのか、どうするのですかね。
- 黒沼 普通は、権利行使の勧誘をするほうが、コミットメントをした証券会社にとってはいいはずですね。
- 森田 やはりするのですか。實際上、時間が短いですね。その間に、一応マーケットはあるらしいけれども、皆さんが積極的に売るとかをされていないというときに、どういうことを予想しているのですか。自動的に取得条項ではないですよ。
- 黒沼 取得条項は、発行会社のほうから一定の時期が来たら自動的に発動されます。その後、証券会社がそれを譲り受けて行使をしますので、そこで代わって支払いをすることになるので、投資家から直接購入するような勧誘はしないのではないのでしょうか。
- 川口 証券会社にとってみれば、売れ残った分は取得しなければならないので、権利を行使するように勧誘するということですね。
- 河本 残額引受けと同じように、証券会社としては、とにかく引き受けて、はめ込み先をどんどん探すのと違うのですか。
- 森田 もともとね。だけど、これは最初に株主に言っているわけでしょう。
- 河本 個々の株主に、あなた方はどんどんこれを取得してください、そうすると我々の引き受ける分が減りますからと、そんなことはしないと思いますよ。(笑)むしろそれよりも、引き受けたものをはめ込む先をどんどん探す。
- 森田 次のことを考えていると。
- 河本 そう思いますね。
- 森田 そっちのほうの仕事ですからね。そのときにうそをつくというのと、取得するときうそをつくというのと2つありますね。
- 黒沼 取得するときは、これは有価証券の売買になりますので、金融商品取引契約の締結に関してというのに当てはまるのですね。
- 森田 それは従来の法でいけると。従来の何でいくんですかね。引受行為でいくのか、従来の単なる売買取引でいくのか。
- 黒沼 売買取引ですね。

3 公開買付規制と大量保有報告書

○森本 それでは、レジュメで申しますと、3ページの公開買付規制の見直しとインサイダー取引あたりのところに進ませていただきたいと思います。どこからでも結構ですので、ご議論いただければと思います。

○河本 なぜ1対1で割り当ててるのに、割り当てた直後に46%になるのですか。

○黒沼 個々の株主の株券等所有割合を計算するとき、その人に割り当てられた予約権を分子と分母に足すのです。で、ほかの人の分は足さない。なぜなら、その人はみずからの意思で権利を行使できますけれども、ほかの人が行使するかどうかわからないので、そこは足さない。その結果、割合が増えることになるわけです。

○河本 そうですか。つまり、最初にもらったときは、全部同じ数をもらうわけですね。比率がそこで変わるはずはないのだけれども……。

○前田 公開買付規制との関係なのですが、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をする方法なので、一時的に基準値を超えたからといって、公開買付の義務を発生させるのは不合理だと思います。ですから、結果的に基準値を超えてしまった場合にだけ規制を及ぼす、つまり、新株予約権については、改正法のように行使段階でカウントするというのがライツ・オファリングの制度に合った考えだと思いますし、黒沼先生のお話にございましたように、ノン・コミットメント型でもそうするのがよいのではないかと思います。

ただ、黒沼先生は、大量保有報告のほうは特例を認めるのはコミットメント型だけでよいとおっしゃったのですが、大量保有報告との関係でも、公開買付規制と同じように、ノン・コミットメント型であっても、一時的に基準値を超えたからといって報告義務を課すほどのことはないと思うのです。黒沼先生が大量保有報告と公開買付規制とで特別の考え方をとられるのはなぜなのでしょう。

通常の株主割当てであれば、株式の割当てを受ける権利というものはおよそカウントはしないのです。公開買付規制との関係でも大量保有報告との関係でも、株式になって初めてカウントするのであって、ここはそれと合わせることでいいのではないかと考えていたのですけれども、いかがでしょうか。

○黒沼 公開買付規制の場合は、それによって行動が制約されたり、以前の行為が違法なものになる。本当にこれに刑事罰が適用されるかどうかは怪しいところもあるのですが、そういう大きな弊害が生じることを考慮して、ノン・コミットメント型でも同じ扱

いにすべきではないかと思いました。

大量保有報告制度のほうは、潜在的な株式の情報も投資者にとって有用であるということと、報告書の提出義務は生じますが、それによって取得が違法となるとか、行動が制約されるというほどの弊害はないので、はっきり線を引いてコミットメント型についてのみ認めることの理屈はなかなかつけられないのですけれども、原則を維持したという考え方も理解できると考えました。

○前田 買付者にとっての負担の大きさが両規制では随分違うということは、おっしゃるとおりだと思います。ただ、大量保有報告との関係でも、ノン・コミットメント型でも、一たん割合は上がり、元には戻らないにしても、また割合は下がるのですね。ですから、一たん超えたところで義務を課すことに果たして合理性があるのか。特に私が先ほど申しましたように、普通の株主割当の場合と区別する意味があるのかと思ったのです。

4 コミットメント型とノン・コミットメント型

○飯田 5ページのところでおっしゃったノン・コミットメント型の場合の問題なのですが、ご報告の中で、大株主の意向を無視してライツ・オファリングが行われるようなことがあると違反状態に自動的に陥ってしまうとおっしゃったと思います。そういう場合は、敵対的買収をやっている大株主がいるような場合に、いわば防衛策的にライツ・オファリングをノン・コミットメント型で実行すれば、買い増しされないというようなことがあるのかもしれませんが、そういうときにこのライツ・オファリングを差し止めるということが理論的にあり得るのかどうかを教えてください。

また、コミットメント型とノン・コミットメント型の規律の非対称的な性質から出てくる問題として考えられることは、経営陣と大株主の意向が一致しているような場合も、仮に大株主が直前に「市場外で5%を取得し」という要件を満たしているような場合だと、ライツ・オファリングをやろうと思えば、必ずコミットメント型にしなければいけないということに恐らくならないかと思いますが。そうすると、資金調達のある方として、コミットメント型のほうが常に効率的であるということであれば特に問題はないわけですが、コミットメント型にすれば引受証券会社に対する費用を払うというようなコストがかかることもあるでしょうから、ノン・コミットメント型のほうがむしろ望ましいということもあるだろうと思います。このような問題も、この規律の非対称性が

あるということから生じる問題になり得るのではないかと思ったので、この点についてもご意見をお伺いしたいと思います。

○黒沼 第1点目について、そこまで考えてはいなかったのですが、新株予約権の無償割当について募集新株予約権の差止めの規定を類推適用することはあり得ると思います。つまり、会社法の解釈で差止めは可能ではないかと思いました。

第2点目については、私の理解が正しいとすれば、このような規制があるために非対称的な規制になっているということは、コミットメント型への誘導を生じており、それが好ましいかどうかという点についても判断しなければならないと思います。しかし、この規制をつくったときには、そこまでの誘導を考えてやったわけではないだろうとは思いますが。

実はこの問題は、新株予約権とか新株予約権付証券を取得したときに、公開買付規制との関係で、議決権のある証券を取得したのと同じように考えていいのかという問題につながるものだと私は思っています。無償割当に特有の問題点もありますけれども、そもそも、例えば3分の1を超えるような新株予約権を取得したときに公開買付を強制されるとして、それでうまくワークするのかという問題があるものですから、それと連続している問題ではないかと思っています。

○森本 後段についてですが、前回どなたかがおっしゃったと思うのですが、要するにこれは、昔で言うと、株主割当の新株発行に譲渡性をつけたものであって、その譲渡性、流通性を合理化するためにこのスキームが採用されたということです。だから、そういう意味で合理化されたのでしょうけれども、株主割当の新株発行で新株引受権ないし予約権の譲渡性を認めた場合としてもう一回これを考え直すと、いろいろな法的問題が明らかになるように思われます。とりわけ、失権株についてかつて募集事項の公示制度や有利発行規制等が及ばないとして処理されていた実務を否定する改正がなされたことがあったのではないかと思います。この議論とその問題がどのようにかわるのかも検討する必要があるように思われます。

前段の差止めとの関連ですが、先ほど、大株主が経営者と対立するような状況を前提に差止めのことをおっしゃいましたが、支配権に関連していろいろな問題が生ずる場合には、基本的にこういうコミットメント型のものはないという前提と理解していいわけですね。

○黒沼 いや、そうではないと思います。支配権の争いがあるときは外国人株主を除外

することが正当化されないというだけです。

○森本 わかりました。ちょっとこちらのほうが混乱していました。申しわけありません。これはやっぱり、コミットメント型を結果的に誘導するスキームということですか。

○黒沼 確かに、結果的にそうなるかもしれませんね。

○森本 どういうメリットがあって、こういう政策を金融庁なり立案担当者は考えたわけですか。

○黒沼 結果的にそうなったというだけで、立案担当者が意図したわけではないと思います。

○森本 解釈論として、60日の起算日の話ですか。これは特に議論にはならなかったわけですか。

○黒沼 これは内閣府令のレベルの話ですので。もしかしたら私の理解が間違っているのかもしれないのですけれども、恐らくは、60日、10人という計算規定があるから60日にしたのかなという感じがするのですが……。

○森本 これは金商法の2条6項3号から来ている話ですね。

○黒沼 はい。2条6項3号には、2カ月とか60日とか、そういう言葉が入っていますので。

○森本 これはどういう趣旨の規定なのかということですが、これはコミットメントする証券会社に関する規定なのですか。

○黒沼 はい、そうです。

○森本 内閣府令では7条1項2号ですね。有価証券関連業として、いっぱい括弧があるので誤解しているのかもわかりませんが、3番目ぐらいの括弧で「法2条6項3号に掲げるものを行う場合を除く。」という、これを除外してあるのはどういう趣旨なのですか。

○黒沼 同号に掲げるものを行う場合にあってはということですね。この3号に掲げるものを行う場合にあってはイ及びロに掲げる区分に応じ当該イ及びロに定める日以降。

○森本 これは合理的なものであるとして、先ほどの説明で納得しておいたらいいわけですね。どうぞ、ほかの論点でよろしく願いいたします。

5 虚偽記載に基づく責任：再論

○近藤 最初の話に戻って申しわけないのですが、1ページの下から2行目の株価が1、

000円から300円まで下がるという意味がよくわからなかったのです。なぜ300円に下がるのでしょうか。

○黒沼 全体から見て1株当たり700円の水増し分というのは、新株予約権の払込みが行われたから生じたというわけではなくて、その前からもともとそれだけ企業価値が低かったということですから、払込みが行われる前であっても、それが公表されれば、1株当たり700円分の価値の下落が生じるだろう。そうすると前後で変わらないということで、結局、そこが一番のキーポイントになるわけです。

○近藤 株価が500円まで下落したという前提じゃなかったのですか。

○黒沼 そうです。それは、払込みが行われた後に発覚した場合は、払い込んだ部分がありますから、それで薄められて400円までの下落しか生じないんです。払込みが行われる前に発覚すると、払い込みは行われませんから、元のままの毀損分が下落して、それは700円だと。初めのほうは400円だと思って考えるとおかしい話になるのですけれども、実はその前に、もともとの企業価値の毀損分といいますか、虚偽記載による水増し部分というのが大きかったことになるので、いつ虚偽記載が発覚するかによって損害額は変わらないだろうと思います。

○飯田 今の点に関連してですけれども、このモデルで考えられているのは、ライツ・オファリングによって新しい現金が入ってきても、その現金分しか企業価値は上がらないという前提でしょうか。

○黒沼 そうですね。

○飯田 もしそこで何かお金が入ってくることによって新しいプロジェクトができるというようなことになった場合に、レジュメ1ページの一番下の例——虚偽記載が新株予約権の行使前に発覚していればという話のところ——でいうと、新株予約権が行使されないでプロジェクトがそもそもできなくなるというようなことになると、プロジェクトが実行されていけば上がっていただろう価値も得られなくなるわけですが、こういう仮定を追加した場合に、そもそも損害が変わらないという先生のご議論が変わってくるのか、変わってこないのかという点はどうかと考えたらよろしいでしょうか。

○黒沼 変わってこないのではないですか。ライツ・オファリングをすると公表したときに、その資金によって行うプロジェクトの見込みを反映して株価は上昇するでしょうけれども、それが行われなかったということになるわけですね。それよりも前の状態と比べると、結局上がった分が行われなくて実現しないというだけですから変わらないと思う

のです。そういう見込みを反映した価格で取引をした者については、もちろん損害は違ってくるということになるのではないのでしょうか。

6 公開買付規制の見直し：再論

○森本　　また公開買付と内部者取引のほうに戻ってよろしゅうございますか。

ちよっとしつこいようですが、差止めの問題で、例のブルドックソース事件で差止めを認めるといったときには、差別的行使条件が前提となっていたと思うのですね。差別的行使条件でない、また外国の株主に対する平等原則の問題もない、国内だけの話を前提としますと、その場合に、どういう危険性、問題があるのですか。差別的行使条件だから差止めが認められたので、通常の素直な場合については、何が差止め要件になるのかがよくわかりません。抽象理論的には差し止められるかもわからないけれども、具体的事例を、お教えいただきたいと思います。

○飯田　　大株主の意向を無視して行われるような場合に問題があるのではないかというご報告があったと思います。その場合、大株主の意向を無視して行われたようなときに大株主のほうで何か自分の身を守るすべはあるのかと考えたときに、一番あり得るのが差止めだろうと思ったので、そういう可能性はあるのでしょうかとお尋ねしたわけです。そういう趣旨です。

○黒沼　　不利益を受けるおそれがあるときはというのが要件ですので、それが満たされれば、適用できるという考え方もあり得る。

○森本　　無償割当の場合に、不利益を被るおそれがないはずだと思って規定を設けなかったけれども、差別的な行使条件だとか取得条項がある場合には問題が生ずるとして、ブルドックソースの事件では地裁が認め、それを最高裁も前提に判決したのですがと、先ほど言われた大株主の意向に反してという場合に法的に保護される利益として何があるのかということですが……。

○黒沼　　金商法違反となって処罰されるという不利益を受けるおそれ……（笑）

○飯田　　大株主が公開買付規制違反に追い込まれてしまうということを理由に、不利益を被るということですね。

○黒沼　　それ以上株式を取得できなくなるということですね。それを不利益を受けるおそれと評価できるかどうかというのは一つの問題ですけれども。

○森本　　わかりました。ほかに何かございませんか。

○森田 支配権に争いがある場合は除くとかおっしゃっていたように思うのですが、たくさん株主割当をしてしまっただけで、それが最終的にどこかに行ってしまうという可能性があるとなると、支配権変動取引に使えると思うけれども、そういう場合にはしませんがと言われていた。しかし、それはどういう客観要件があるのかなと思ったのですけれど。

○黒沼 今のご質問は、ライツ・オファリングが支配権の争いに利用されるおそれがあるのではないかということだと思いますが、それはそのとおりだと思います。そのときに、これは無償割当でやっていますから、その段階では特に特定の株主の持分割合を低下させることを目的として行っているとは認定できないために、差止めの対象にならない。ライツ・オファリングを買い集める者がいて、その者が持分割合を取得して他の者の割合が低下するという事態が生じて、それを差し止めることは難しいので、ほかに救済手段はあるかという、そういう質問に変えることもできるかと思うのですが、それはなかなか難しいですね。

最初の段階で証明できれば、無償割当の差止めということもあり得るだろうと思えますけれども。

○森田 でもね、大量にやったらそういうケースは起こりますよね、どうしたって。だから、昔のような1対0.1という感じだったら、弊害も少ないという感じですが。

○黒沼 市場で買い集めてやる場合と違いますから。

○森田 だから、買い集めるというのものもあるし、コミットメント型やったら、どこかに集まってくるわけですね、大量に。それを川口先生の言われたように、どこかに割り当てていくわけですね。割り当てるときに、どこに割り当てるかは証券会社の勝手ですと、こうなりませんか。

○前田 コミットメント型の場合は、発行会社が自己新株予約権を証券会社に処分することになるのですよね。そして、現在の会社法のもとでは、自己新株予約権の処分については、自己株式処分に相当する規律が設けられていない。本来は自己新株予約権についても、有利処分規制とか、不公正処分についての規律が必要ではないかと思うのですが、そこは株式とパラレルになっていない。

しかし、考え方としては、規定はありませんけれども、できるだけ株式の場合に近づけた解決をしなければならないと思いますね。

7 新株予約権の取得価格と売却価格

- 森本 この基本スキームは、権利行使期間があり、その権利行使期間の末日の数日前に未行使ものを発行会社が取得するという条項を入れておいて、取得した新株予約権を証券会社に売って、証券会社が当初の権利行使期間内に権利行使をすることになるが、会社が証券会社から受け取った売得金を未行使の株主に割り当てるといことですね、コミットメント型は。
- 黒沼 未行使の株主に分けることはしないのではないのでしょうか。
- 森田 有償取得するんでしょう、予約権を。
- 黒沼 有償でもいいのですが、無償でもいいのではないのでしょうか。
- 松尾 無償はまずいんじゃないのでしょうか。
- 森本 そうすると、譲渡性のある株主割当をした意味がないですね。
- 黒沼 それは、無償で取得されるという取得条項の付された新株予約権として覚悟して取得しているという、そういう扱いになる。
- 森本 通常の新株予約権についてはそうなのでしょうが、無償割当ての場合は、それはまさに株主平等原則に違反するということになるのではないですか、そういう条件をつけたら。
- 黒沼 それは、昨年、野村証券の方が報告されたときに少し議論になったような気がします。
- 松尾 それは有償で処分するという前提ですか。取得は無償でも……
- 森本 どっちかで金が入らないとおかしくなるという前提だと思いますが。
- 黒沼 有償で処分して、その売得金を予約権者に分配する必要はあるかという、そこはないのではないかと思います。
- 森本 発行会社が無償取得しますね。そして、証券会社に合理的な価格で売却しますね、新株予約権を。発行会社は自分で行使できないから。その売得金を株主に渡さず発行会社が収受する根拠はあるのですか。
- 黒沼 払込金額の一部と考えられるのではないのでしょうか。つまり、新株予約権の払込金額があらかじめ定まっていて、同じ新株予約権を使う以上は払込金額は変えられないとすると、その部分を除いた金額が証券会社に売りつけるときの金額になるので、それは新株予約権の発行による手取金と同じような扱いになると思ったのですけれども。
- 森本 無償割当された新株予約権を行使しなかったら株主は無権利になるのであって、

株主の利益保護は問題とならないと、こう割り切るといえることですか、今のご意見は。

○黒沼 そうしないと、新株予約権を取得をするときに手間がかかりますよね、お金を分配しなきゃいけないし。

○森本 それがコミットメント型ではないのですか。

○森田 そうそう、マーケットまでついているから、そういうのは少なくとも返してもらえるというか……。

○森本 普通の株主割当の新株発行の場合は、失権株が出たらそれでおしまいということになりますが、会社の資金調達目的を達成するとともに希釈化防止という株主の利益にも配慮して、コミットメント型を採用したはずなのですが、結果は会社の利益だけが確保されているということなのではないでしょうか。

○黒沼 考え方としては、それと変わっていないのではないかと思います。

○森本 発行会社が証券会社からもらう金は、どういうところに入るわけですか、剰余金に入っちゃうわけですか。

○松尾 処分差益ですよ。その他資本剰余金ですかね（追記：当期利益として損益計算書に計上するようです。「払込資本を増加させる可能性のある部分を含む複合金融商品に関する会計処理」参照）。

○森本 ともかく、会社が取得するときか、あるいは証券会社に売るときか、そのどちらかはわからないけれども、無償割当てから生じた価値については、権利行使をしなかった株主にそれを補填することによって希釈化を緩やかにする。これが倍額増資とか3倍額増資を株主割当ですときのライツ・オフリング制度の意義というように考えていたのですが。

○黒沼 私は、どちらでもおかしなことにはならないと思っているのですけれども、公正な価格で取得されるということになると、だれも新株予約権を行使しなくなってしまうというおそれが出てこないでしょうか。

○森本 証券会社がということですか。

○黒沼 いえ、株主が。あの例では250円が新株予約権の価値なのですが、250円で会社が取得してくれるというのであれば、だれも払い込まない。その結果、資金調達が行われなかったことにならないか。権利行使をしなければ価値が失われるからこそ、それまでに権利行使をするか、売却するかという行動をとるので、会社が公正な価格で買い取ってくれるのであれば、だれも売却も権利行使もしないことになってしまう

のではないか。

- 森田 それだったら、初めから時価発行したらいいのではないですか。
- 森本 そうすると、コミットメント型をするメリットは何なのですか。ノン・コミットメント型だったら、失権してしまうのですね。
- 黒沼 最初に予定していた額の資金調達が行われるということですね。発行者が必要としている資金の全額を調達することができるということ。
- 森田 だから、中間発行で行けとか、そういう実質的な価値基準については、金商法は何も言わないですね。だから、その辺はもう金商法はディスクロージャーだけですね。
- 松尾 取得するときは無償か有償かは、どのタイミングまで株主が市場価格で売れるかに関わってくると思うのです。無償で取得するとしても、ぎりぎりまでは上場されている市場で予約権を売却できるので、市場価格は保証されますよね。私は、公正な価格ではなくて、最終の予約権の市場価格で取得するというようなことをするのかと思っていました。そうしないと、最後のほうで予約権の市場価格が変に動くような気がします。さらに、その変に動いた市場価格を前提にコミットメントする証券会社への処分価格を決めるとなると、不公正なことにならないように細心の注意を払うということかなければならないということをおっしゃっておられたので……。
- 黒沼 私も、その点の考慮は必要だと思います。市場で取引されている間に市場価格をゆがめることがないようにということですね。
- 森本 これは無償割当であり、払込金額はゼロなのです。そして、権利行使価格は時価の半分なら半分ということであるとすると、その権利行使価格相当分は、資本金ないしは準備金に積み立てられます。他方、証券会社に新株予約権を売り渡した売却金はどういう勘定項目になるのかというと、これは剰余金に計上され、分配可能額になるのでしょう。しかし、売却金は株主に渡すのがよいのではないかと思っていたのですが。
- 黒沼 それを株主に渡したら、会社が必要としている資金の全部を調達することはできなくなりますよね。
- 森本 いやいや、それは本来会社に入ってこない金なのです。権利行使価格に相当する金銭は会社に入ってきます。当初会社はこれだけを考えていたのです。払込金額はゼロなのです。それが無償割当です。ところが、コミットメント型にすることによって、新株予約権の売却金に相当する金額が錬金術のように出てきて、それが分配可能額というか経営者の自由になる金になるというのは、よくわからないというのが最初の印象で

す。それを資本に入れろという趣旨ではないです。

- 松尾 扱いとしては、自己株式を安く取得して、処分したときに高く売れたその差額と同じ扱いになるのではないのでしょうか。
- 森本 その他資本剰余金になると。
- 松尾 なると思いますね（追記：当期利益として計上するようです）。
- 飯田 前提を確認したいのですが、コミットメント型の場合に、会社がいったん取得して証券会社に渡すというときに、その渡すときはそれも無償ではないのですか。そこは有償になるのですか。無償で渡して、新株予約権を行使してもらえたら会社にお金が入ってくるということではないのでしょうか。
- 黒沼 それは結局どちらでも、行使価格を左右できればいいのですが、行使価格はあらかじめ決められているとすると、先ほどの例で、行使価格が500円だとすると、1株についてやはり750円入ってこなきゃいけませんから、それだったら250円で売却することになるのではないのでしょうか。
- 森本 しつこいようですが、本来、その250円というのは、株主が享受すべき金ですよ、市場で売却していれば。
- 黒沼 確かにそうです。
- 森本 株主は市場で売却しなかったのだから、それはそれでしょうがないということですか、それは……
- 森田 そこはマーケットのメカニズムで、株主があんまり損をするのだったら、無理やりにでも売るだろうと思います。ただ、僕が言っているのは濫用的事例というか、倍とか、何かそんなことをするのではないかと。
- 森本 権利行使期間の最後の2日前後前に新株予約権を取得することになるわけですね。権利行使期間内であるにもかかわらず、取得条項が組み込まれているわけです。それは何かといたら、会社の資金調達の便宜とともに株主の利益のためであったはずなのです。それにもかかわらず株主の利益を一切考えないとしたら、おかしいのと違いますか。
- 森田 株主が売らないのが悪いのです。市場主義ではそういう考え方です。
- 森本 いや、権利行使期間終了までは売れるはずなのです。それをたとえば2日前に、強制的に取得されるわけです。
- 黒沼 ブロドックソースの新株予約権だってそうですよ。取得条項が付いてましてで

しょう。

○森本　だから株主平等原則に違反するけれども、いろんな理由で、とりわけ出席者の9割以上が賛成したから目をつぶろうということになったと理解しています。それもスティールパートナーズにはスティールパートナーズの最初の公開買付価格に相当する金銭を渡しているわけです。だから、この場合も渡さないとおかしいのと違うのかということです。また、売却金を株主に分配することが前提とされていない場合には、これは無償割当てという制度を利用して事実上証券会社が新株予約権の割当てを受けていることになりまますから、株主の経済的利益を確保する観点から売却金について合理的な制約を設ける必要もあるように思われます。

8 ライツ・オファリングと株主平等原則

○伊藤　私は、ライツ・オファリングについて、会社法上の問題として、株主平等原則違反だけを議論されていることに、違和感を持っています。特定の外国株主の権利行使を制限するようなライツ・オファリングというのは、実質的には第三者割当増資と同じだと思うのです。そうしますと、むしろ会社法上の問題としては、まず有利発行規制の適用が問題にならないのかを議論したほうがいいのではないかと思います。

つまり、有利発行規制の趣旨、既存株主の持株価値が大幅に低下するような可能性がある募集株式の発行については総会決議を要求しましょう、そのことで既存株主の利益の保護を図りましょうというその趣旨からして、どういうふうな条件がこの場合にそろってれば総会決議を要求しなくても大丈夫なのかということ、むしろ議論すべきなのではないかと思うのです。

あるいは逆に株主割当てであれば、会社法202条3項3号と5項からして、払込金額にかかわらず、公開会社なら取締役会で募集事項を決定できます。つまり、外国の株主を排除するにもかかわらず、株主割当てと実質的に同じだと言えるためには、どういうふうな条件がそろってればよいかということを考えることになるのかと思うのです。

また、こういうふうに考えていきますと、問題は、ライツ・オファリングに限らず、差別的行使条件を付した新株予約権の無償割当て一般に共通しているのではないのでしょうか。株主総会決議をここで要求すべきかどうかという話は、まさにそういうところから議論すべきなのではないかと思います。

したがって、株主平等原則違反との関係でこれはクリアできるからという話ではない

ようにも思われます。もちろん、結論的には同じなのかもしれませんが。ここで書かれていますようなさまざまな外国株主についての手当てを行えば、これは外国株主の持株価値を実質的には下げることにならないので結局大丈夫であるというふうな、最終的な結論は同じになるかもしれないのですけれど、会社法上の考え方としては、そのあたりが気になったところです。

○黒沼 私も実はおっしゃるとおりだと思っているのですが（笑）、それは言い換えると、ブルドックス事件も平等原則の問題じゃなくて、有利発行規制の問題である。その見方に私は賛成です。ただ、この研究会ではそういうアプローチはしていないし、ブルドックス事件の最高裁決定もそういうアプローチはしていませんね。

○森本 新株予約権の無償割当というのがぬえ的なものだからということなのでしょう。ただ、この立場は、経済的価値が確保されていればいいのではないかという前提で、平等原則ニアリー・イコール有利発行規制をクリアしていると好意的に解するのかなあと、お話を聞きながら思ったのですが。

○伊藤 無償割当をされる予約権に差別的行使条件をつけなければ、全く問題ないと思うのですね。まさにそれは譲渡性を認める形での株主割当と言い切れるわけです。しかし、差別的行使条件をつけてしまうと、やはり株主割当とは言い切れませんので、そこを本来は考えなければいけないのではないかと思った次第です。

○近藤 外国株主の逆差別の問題について伺います。要するに取得の対価の決め方によっては、逆差別ということもあり得るということですね。

○黒沼 ええ。

○近藤 そうなると、問題は、特定株主、外国株主であるということをどういう形で証明するか、あるいは何をもって外国株主と言うかが問題になると思うのですが、これはどのように考えたらよいのでしょうか。

○黒沼 例えばこの場合はアメリカを想定しているのですけれども、アメリカに居住している株主で、個々に確認できる者については問題確認する。そうでない者、ノミニー名義になっている者については、名義人がアメリカの会社であれば、アメリカ居住株主というふうに扱うことも、これまではあったようです。

○近藤 要するに、取得対価が外国株主のほうが有利であれば、あえて外国株主になるのではないかということをお私は心配したわけですが。

○黒沼 おっしゃるとおりです。この問題は、市場で形成される価格が低いことがあります。

得るから、それよりも高い取得価格で取得してやろうという話ですので、取得条項が適用されるときには常にそういうことになるので、外国居住株主以外は市場価格でしか売れないのに、それよりも高い価格で取得されるというのはおかしいと、そういう議論が出てくるということですね。

○北村 さきほど伊藤先生がおっしゃったことと関連するのですが、ライツ・オファリングにおいて株主平等原則が問題になるのは、結局のところ新株予約権の無償割当という本来平等でなければならないスキームを使っているからですね。ご紹介のあった研究会の報告書では、外国人を別異に扱うことが株主平等原則違反にならないという検討結果を出されたわけですが、そうしますと、例えば組織再編の対価を外国人と日本人とで異なるものとしてよいか、あるいは株式対価型TOBの場合に外国人と日本人で対価を異にすることができるかといったように、平等取扱いの例外事象をどんどん拡大する方向に議論を導くことにならないでしょうか。もちろん研究会では他の事象への影響は議論されなかったと思いますが、研究会報告書で述べられている考え方が他の会社法上の問題にも拡大していくかどうかという点については、いかがでしょうか。

○黒沼 拡大していく可能性はあると思います。それぞれ先生方のご感想は違うでしょうけれども。

○森田 これは、外国の株主に権利を付与したら、権利を付与したものを行使されると有価証券の取引になってしまうから、権利はあげたらいけないのですね。

○黒沼 形式的には、権利は付与します。

○森田 付与してもいいんですか。

○黒沼 権利行使に条件を付与して、権利行使を制限するということになります。

○森本 10ページの「議論の状況」にあるように、特定外国株主に対しては、取得条項により権利行使させずに、ともかく対価は払いますよと。

○森田 観念的には一応あげたということで、それはSECは構わないと言われるわけですね。

○黒沼 そうです。無償割当は募集じゃないので。

○森本 お金を払って株を買うと……

○森田 だめですね。

○森本 だから、お金だけ渡すと。

○森田 だけど、それを取得するという事は、株式取引になりませんか。

- 松尾 オファー，勧誘はない。
- 森本 そういうふうにはヨーロッパでしているらしいから，うちもさせてもらおうという
こと，そして，恐らく当局者がいいよという感触か回答を得たのだらうと推測するとい
う。
- 石田 経済的には外国人株主が被る不利益に対して何らか手当てがされているという
ことですが，持株比率が下げられることについては，後で市場で買えば回復でき
るからいいじゃないかというのは，かなり乱暴なというか，要するに後で時価で買わな
きゃいけないというのとオファリングに応じた人たちは安く買えたということでは，随
分差があるなあと思うのですが，その辺はいかがでしょうか。
- 黒沼 いや，持株比率を維持するために必要な資金というのは，買うのは株ですから，
新株予約権を売却した対価が手元に入りますから，払込金額に相当する金額を払えば市
場で株が買えるわけです。したがって，そこは特に不利益にはなっていないと思うので
すけれど。
- 森本 でも，ディスカウントされる……
- 石田 安くなっているはずだからと思ったのですけれど。
- 黒沼 新株予約権の市場価格によってはそういうことはあり得るということですね，
確かに。
- 森本 活発なご議論ありがとうございます。そろそろ時間がきたようです。黒沼先生
には，二回にわたって問題点の整理していただいて，ありがとうございました。これで
本日の研究会は終わらせていただきます。

【追記1】本報告では報告者が，虚偽記載と因果関係のある損害を株主が被っているかとい
う問題と，虚偽記載との間で因果関係はあるが株主が共通して被る損害について発行者
に損害賠償を請求できないのではないかという問題とを混同してしまったため，報告およ
び討議部分において混乱を生じた。ここで論ずべき問題は前者であり，報告の趣旨は，虚
偽記載の公表時がいつであろうと株主は虚偽記載と因果関係のある損害を被っていないと
いうことである。したがって，新株予約権の無償割当を受けた株主は金商法21条に基づ
く関係者の責任を追及することができないことになる（黒沼）。

【追記2】報告で挙げた例において，株主は新株予約権を行使したことにより，500円

を支払って400円の価値のある株式を取得しているため、100円の損害を被っているように見える。しかし、株主が余分に払い込んだ100円は旧株の価値を300円から400円に引き上げるのに使われているので、株主は100円の損害を被っていない（黒沼）。