

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（１）

平成 23 年 10 月 28 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）

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
岸田 雅雄 早稲田大学大学院ファイナンス研究科教授
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
齊藤 真紀 京都大学大学院法学研究科准教授
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
行澤 一人 神戸大学大学院法学研究科教授

○森本 それでは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、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」と題してご報告いただきます。実は来月も黒沼先生から同じテーマでのご報告をご予定いただいております、本日はその（１）ということでご報告をお願いしたいと思います。

それでは、黒沼先生、よろしくお願いいたします。

~~~~~

【報   告】

## ライツ・オファリングにかかる金融商品取引法改正について（１）

早稲田大学大学院法務研究科

教   授       黒   沼   悦   郎

### １．はじめに

早稲田大学の黒沼でございます。本日の私の報告は、「ライツ・オファリングにかかる金融商品取引法改正について」の第１回目でございます。本日は、目論見書の交付義務の免除とライツ・オファリングに係るコミットメントの引受け行為としての規制を扱います。次回は、ライツ・オファリングに係る金商法の他の改正部分、及び一部の株主の権利行使を認めない取扱いが株主平等原則に反しないかといった問題を扱いたいと思います。

ライツ・オファリングに関する改正につきましては、日本証券経済研究所の研究会において、既に前田雅弘先生がご報告をされていますので、そのご報告から得られた知見も参照しながら、改正の経緯と改正法の内容の紹介・検討をしたいと存じます。

### ２．問題の所在（改正の背景）

新株予約権の無償割当による増資のメリットとしては、一般に次のことが考えられています。すなわち、新株予約権の権利行使価格を幾らにしても、既存の株主の権利を希釈化しないので、市場の株価の動向を気にせずに、新株の発行価格に相当する権利行使価格を決めることができる。特に、大規模な希釈化を伴う公募増資、それに加えて支配権の移動

が生じ得る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たため、それらに代わる資金調達の方法として、ライツ・オファリングの活用を求める声が上がっていたということです。

ちなみに、アメリカでは、取引所の規則が市場価格よりも低い価格による20%以上の新株発行について株主の同意を求めています。ライツ・オファリングであれば、株主の持分を希釈化しないので、株主の同意が不要となります。そこで、迅速に資金調達を行いたい場合にはライツ・オファリングが利用されると言われています（PLI, *Frequently Asked Questions about Rights Offerings*, at 7 (2010)）。また、ライツ・オファリングの場合には、マーケティングの費用や時間を節約できると言われています。日本では、ライツ・オファリングのほうが今のところ時間がかかるわけですが、低価で市場価格を気にせずに発行できるというメリットに着目していることは、日米で共通のように思われます。また、EUの上場企業が増えるにつれて、アメリカの市場においてもライツ・オファリングは増加しているといえます（PLI, *Rights Offerings and US Shareholders: Emerging practice*, at 1 (2010)）。

一方、企業が必要とする資金を確実に調達するには、証券会社等が行使されなかった新株予約権を取得して、その行使を約束するコミットメント型のライツ・オファリングを認める必要がありますが、その際、コミットメントを行う証券会社等を引受人として規制する必要はないかということが問題になります。

アメリカでは、行使されなかったライツを取得して行使することを約する **backstop commitment party** になるのに、ブローカー・ディーラーの登録は要らないとされているようです。多くの場合、投資銀行かそのシンジケートがこのコミットメントをしますが、大口投資家になる場合もあるようです。ただし、ブローカー・ディーラー以外の者は、未行使分が生じるリスクを軽減するために権利行使を勧誘する行為に従事することはできません。これは日本法の解釈からも同じようなことが言えると思います。このような理解からすると、**backstop commitment party** の行為は引受けには当たらないと解されているわけです。

### 3. 目論見書の交付

#### （1）新株予約権の無償割当時に取得勧誘はあるか

新株予約権の無償割当においては、株主全員に対して新株予約権の取得勧誘が行われる

ため、株主全員に目論見書を交付しなければならなくなります。まずこの点が、ライツ・オファリングを実施する場合の実務上の難点として指摘されました。この点については、なぜ無償割当段階で目論見書を交付しなければならないのかがまず問われなければなりません。形式的な根拠は、開示ガイドラインの2-3（資料1）が「新株予約権無償割当については、新株予約権の取得勧誘に該当する」としていまして、パブリック・コメントに対する「金融庁の考え方」も、新株予約権の無償割当は、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、株主割当による株式の募集と同様であると考えられると述べています。

前田教授も、東京の研究会においてこの考え方に賛同され、新株予約権の無償割当による株式募集は、株式の無償割当とは異なり行使時に払込みがあるので、無償割当の段階で勧誘行為があるとは見ることができるとされます。

アメリカでは、33年法2条a項3号が、“The term “offer to sell”, “offer for sale”, or “offer” shall include every attempt or offer to dispose of, or solicitation of an offer to buy, a security or interest in a security, for value.”と定義していますので、株主にライツを無償で割り当てる段階では取得勧誘に当たらないと解されています。それに対して、ライツを行使して株式を取得する際には対価を支払いますので、その勧誘は取得勧誘に当たり、目論見書の交付が必要になります。

金融商品取引法においても、取得とは有償の取得を意味すると解することは十分可能でありまして、新株予約権の無償割当は取得に当たらないとする解釈も可能ではないかと思っています。

前田教授も、株主の側からする取得の申込みがなく、形式的には募集になり得ないように見えるとされ、募集に当たらないという解釈の可能性を認められますが、前述のように、新株予約権行使時の払込みと一体のものとして、結局募集に当たるとされます。

実質的に考えてみますと、新株予約権の無償割当は、予約権が自動的に株主に割り当てられるわけですから、株主は投資判断に直面していません。それに対して新株予約権の行使段階では、株主は権利行使をするか、市場で売却するかという投資判断に直面しています。割当て段階の株主は情報を欲していないけれども、新株予約権者は情報を欲しているわけです。したがって、理論的には、新株予約権の行使段階で発行開示規制を適用すべきであると考えられます。

新株予約権の無償割当と予約権行使とを一体と見るという考え方は、開示ガイドライン

や今回の改正を理論的に支え、あるいはこれらをうまく説明するものですが、なお実際上の不都合があるように思います。それは、両者を一体のものと見ると、株主には目論見書は交付されるけれども、市場で新株予約権を取得し、これを行使しようとする者には目論見書は交付されないことになるという点です。新株予約権の無償割当てに株主全員に目論見書を交付することが実務上非現実的であることを考えると、何らかの改善手段が必要であることは明かです。

## (2) 新株予約権の割当て時の情報提供

新株予約権の無償交付を受ける株主については、

- ①目論見書は、新株予約権を取得するか否かの判断材料としてではなく、新株予約権を行使するか否かの判断材料として利用されるので、本来の目論見書と趣旨・性格が異なる。
- ②新株予約権が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が可能である。(以上につき、資料2・開示制度WG資料3-2・3頁)
- ③株式の追加取得を望む株主は予約権を行使することにより確実に株式を取得できるため、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、一般の募集に比べて高くない。
- ④株主は発行者に関する情報を有していることが多い。(以上につき、資料3・開示制度WG報告書3頁)

といった点が開示制度ワーキンググループの報告書で示されています。

そこで、新株予約権が取引所に上場される場合には、書面による目論見書の交付に代えて EDINET のページを日刊新聞紙に掲載すれば目論見書の交付を要しないということにしたわけです。この点は後で検討します。まず、前述の理由①から④が成り立っているかどうかを理論的な面から考えてみたいと思います。

まず、①の理由から、新株予約権無償交付時には目論見書の交付を不要とするのが論理的であろうと思います。そうすると、②から④の理由は要らないということになってしまうのですが、無償交付を受けた株主にとって目論見書は権利行使の判断資料にもなるので、その点との関係で、なお目論見書の交付を不要とするために②から④の理由が必要となると考えられるわけです。

②について、前田教授は、新株予約権を譲渡する選択肢があるため、投資判断の重大性

はそれだけ小さいと言えると指摘され、②が目論見書の交付の弾力化を許容する中心的な理由になるとされます。前田教授は、投資判断の重大性について、株主割当の場合には、払込みをしたくない株主は既存の株式を割当日4日前までに売却する必要があるけれども、新株予約権無償割当では、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から、重大な投資判断を迫られないのだとされます。

しかし、この点については、通常の株主割当と新株予約権無償割当とでは、投資判断を迫られる時期が異なるだけで、迫られる投資判断の重大性に違いはないのではないかと思います。新株予約権を譲渡した株主は、もはや権利行使の勧誘を受けることはありませんが、新株予約権を保有する株主が権利行使の勧誘を受けるときは、権利を行使するか、譲渡するか判断を迫られることになり、その判断に「譲渡するより権利行使せよ」との圧力がかかることは、投資者が新株予約権の取得勧誘や権利行使の勧誘を受ける場合と変わりありません。②は、結局、新株予約権を譲渡してしまっただけで権利行使をしない株主もいるというだけのことであり、理屈というよりは、権利行使をしない株主もいるのに、全員に交付するのは無駄であるという費用便益の議論ではなかろうかと思います。

③については、通常の株主割当についても妥当するから理由にならないという前田教授の指摘があります。そもそも③の理由は、WG委員の指摘によるもので、その当時はなるほどと思っていたのですけれども、確かに前田先生が言われるように、これは通常の株主割当についても妥当する理由で、それ自体は根拠とはならないようにも思います。③は結局、①と同じこと、すなわち株主が予約権を取得する際に販売圧力がかからないというだけのこともかもしれません。

④についても、株主割当の場合と同様であるとの指摘がされています。理論的には、株主であっても資金調達に関する情報を欲しており、株主との関係でも販売圧力は生じると言えます。ただし、平成16年改正のときに目論見書の交付義務が緩和された際、同一銘柄の株式を保有している者の申し出があれば目論見書の交付義務が免除されることになっていまして（金商法15条2項2号イ）、④はこれを考慮した理由とも言えるように思います。

### （3）新株予約権の流通時、権利行使時の情報提供

新株予約権の行使をする者は、権利行使の条件、資金調達の目的、発行者情報などを欲しており、無償割当時の目論見書交付をやめるとすると、権利行使の勧誘を行う際に、何

らかの情報提供が必要であると考えられます。現行規制上、新株予約権の行使により株式を発行する場合には、「募集」には該当しないという立場（資料１・ガイドライン２－４⑧）がとられています。この点についてワーキンググループにおいては、権利行使期間の末日までに当初に新株予約権の割当てを受けた者からの請求があった場合に、目論見書の提供を発行者に義務付けることについてどう考えるかという論点が提示されました。

そして、目論見書の提供を義務づけた場合の派生論点として、

- ①コミットメント型ライツ・オファリングの場合、当初に新株予約権の割当てを受けた者からの請求があった場合の目論見書の交付における引受証券会社等の役割についてどう考えるか。
- ②目論見書の交付時期について、目論見書の交付は、新株予約権の割当てを受けた者からの請求があった後に遅滞なく行うこととしてはどうか。
- ③「市場において新株予約権を買い受けた者」に対する新株予約権の行使・売買についての判断を行うための情報提供については、発行者等に目論見書の交付義務を課さないとするにすることはどうか。

といった論点が提示されました。この問題を考えるに、まず、新規発行された有価証券が市場で流通する際の目論見書の交付義務について確認しておきたいと思います。

アメリカでは、分配に参加したブローカー・ディーラーが募集の売れ残り証券を登録届出書の効力発生後４０日以内に販売する場合には、相手方に目論見書を交付する義務を負い（３３年法４条３号）、当該販売が取引所を通じて行われるときも同じとされています。これに対し日本では、募集については、新規発行証券を取得させる行為についてのみ目論見書の交付が求められるので、流通段階に入った新規発行証券の売付け行為については、もはや目論見書の交付は求められていません。

しかし、流通段階に入ったとはいえ、新株予約権は株式を取得するために買い付けられるものでありますから、流通市場における新株予約権の買付け勧誘は、株式の取得勧誘であるとも言えます。また、さきに述べたように、新株予約権の権利行使の勧誘も、株式の取得勧誘であるとも言えます。したがって、立法論としては、新株予約権の買付け勧誘及び新株予約権の権利行使の勧誘を新株の取得勧誘と見て目論見書の交付を求めることも考えられます。そこで、この論点が検討の対象になったわけです。

この論点については、すぐ後で見るように反対論が強かったのです。交付義務の導入を前提とする意見としては、請求を受けた場合に目論見書を交付するという部分について、

目論見書の電子交付だと事前の手続が必要であるため、事実上、紙媒体で渡すことになるが、それでは請求後直ちに渡すことができないので、権利行使期間の末日までに渡せばよいのではないかとといった意見が出されていました。

派生論点ごとに見ていきたいのですが、少し順番を変えて、派生論点の③からご紹介します。

#### 【派生論点③】

目論見書の交付義務の相手方の新株予約権の無償交付を受けた株主に限定することの可否。

株主に限定する理由として、ワーキンググループの資料では、株主は、新株予約権を自動的に割り当てられているから、その後の行使のために情報が必要であるのに対し、市場で新株予約権を取得した者は、買受けの時点でその後の権利行使のための情報をも踏まえた上で投資判断を行っていると考えられるからとしています。

確かに、市場で新株予約権を取得しようとする者は、その段階で権利行使を含めた投資判断を行っていますから、権利行使段階での報告提供は要らないとも言えますが、そうだとすると、逆に取得段階での情報提供は必要になるはずです。しかし、市場で取引をする見込み客にまですべて目論見書の交付を要するとなると莫大な費用がかかり、実務上は不可能であると言われるわけです。

#### 【派生論点①】

発行者が目論見書の交付義務の主体になるとしつつ、コミットメント型の場合の引受証券会社等にも一定の役割を負わせたらどうか。

コミットメント型では、新株予約権の行使が多いほど引受証券会社の売れ残りリスクの負担が減るので、権利行使の条件が不利なのに無理に権利行使を勧誘するなど、過度の勧誘が行われるおそれがあります。したがって、この点からは、引受証券会社等が目論見書の交付義務を課すことに合理性があるわけです。

この論点については、かなり突っ込んだ議論がなされました。引受証券会社等から目論見書が投資者に交付される場合に、目論見書の使用者責任の規定（金商法17条）が適用されるのが問題になります。

まず、発行者が交付義務を負い、引受証券会社等が交付義務を代行するという構成をとる場合には、引受証券会社等は目論見書の使用者にならないと解してよいのではないかと思います。

次に、引受証券会社等に目論見書の交付義務を負わせる場合、その交付義務を履行すると、これは目論見書を使用したということになり、17条が適用されると解されます。これについては、既存の株主に対しては勧誘がないという整理なのに、目論見書の使用者責任を負うのはおかしいという意見が見られました。しかし、そもそもこの議論は、前述したように、新株予約権が流通段階に入ったり権利が行使される局面では何らかの勧誘が行われるだろうから、目論見書の交付を求めようというところから出発しているのでありまして、勧誘がないという形式論は通用しないと思われます。

ところが、この問題は「17条問題」などと言われており、証券業界に非常に抵抗が強いわけです。すなわち、金商法21条によれば、有価証券届出書の財務書類の虚偽記載については、元引受金融商品取引業者は虚偽記載を知らなければ責任を免れるけれども、17条により相当の注意を尽くした場合でなければ目論見書の使用者責任を免れないので、結局、金融商品取引業者は相当の注意を尽くす義務を負うことになる。もし目論見書が使用されず17条が適用されない場面では、このような議論は成り立たないので、証券会社としては17条の適用範囲をできるだけ狭くしたいわけです。

技術的な問題として、引受証券会社等が目論見書の交付義務を負うとなると、請求者が真の株主かどうか確認するコストがかかり、もし確認なしに交付すると、多くの者に交付しなければならないという点で交付にコストがかかるという意見もありました。それに対して発行者は、だれが株主かを容易に確認できるから、発行者に交付義務を課すということ自体についてはそれほど大きな反対はありませんでした。

また、権利行使を考えている投資者は、口座管理機関のところへ話を聞きに行くことになるので、目論見書の請求に基づく交付を考えると、口座管理機関が発行者の代行機関として目論見書を交付することになるのか、なるとしたら目論見書の使用者責任を負うのか。口座管理機関が投資者から説明を求められたときに、目論見書の使用者責任を恐れて説明を断るというのでは利便性に欠けるといった議論もありました。

この点は解釈の問題だと思いますけれども、先ほどと同じように、口座管理機関が代行機関として目論見書を交付するだけでは、目論見書の使用者にはならず、口座管理機関が積極的に権利行使を勧誘して目論見書を交付した場合にのみ使用者責任を負うという整理で足りるように思われます。

さらに、引受証券会社以外の証券会社から積極的に勧誘が行われた場合に何らかの責任が生ずるとすると、理屈上、証券会社としてはできるだけ無関心でいようとするインセン

ティブが働く。そうすると、新株予約権を行使しない、売却もしない人が増加し、ライツ・オファリングを通じて実質的には特定の第三者に対する第三者割当を行おうとする人がつけ込むすきが生じるという意見もありました。このような政策論には一定の説得力があるように思います。

また、大きな考え方の問題として、コミットメントとその後の権利行使促進・勧誘の行為は異なる行為であるから、証券会社がコミットメントをするということに基づいて開示について責任を負うとしても、それは当然に目論見書の交付義務を負うことにはならないという意見もありました。これはそのとおりでありまして、引受証券会社に目論見書の交付義務を負わせるか否かは、結局、通常の募集とライツ・オファリングをどこまでパラレルなものとするかに依存していると思います。

引受証券会社の側から見ますと、売れ残りリスクを減らすために権利行使を勧誘するインセンティブがあることは、通常の募集の場合と同じであります。株主の側から見ますと、権利を付与されているので買い急ぐ必要はない。しかし、本来は、権利行使の判断に直面した株主のみを保護すればよいという話ではなく、権利行使に直面した投資者すべての問題であるわけですが、それでは実務は回らないというので、ここでは対株主のみを検討の対象にしているわけです。

こういった議論を経て、結局、引受証券会社だけでなく、発行者のレベルでも目論見書の交付義務は課さない、したがって目論見書は使われないということになりましたので、発行者による目論見書の作成義務もライツ・オファリングには適用されないということになりました。

このようにした理由としては、目論見書が出てくると使用者責任の問題がつきまとうことが挙げられますが、これは17条あるいは21条そのものの問題として解決しなければならないことではないかと思います。それから、目論見書の交付の事務フローが難しく、目論見書の交付がライツ・オファリング利用の道を閉ざしかねないことを考慮したものです。

報告書では、予約権割当て後の情報提供については、発行者や市場関係者がライツ・オファリングについて周知を図るための実務対応を行っていくことが重要である旨、それから、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具体的な検討が進められることが期待される旨を記載するにとどまっています。ただ、報告書は、引受証券会社については、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とから、新

株予約権の行使を働きかける行為に際して虚偽の表示を行うなどの規制を課すことも提言しています（資料３・報告書５頁）。

このような結論は、理論的には不満の残るものですが、他方で、ライツ・オファリングについて無償割当の段階で募集がなく、権利行使の段階で募集があると整理することにも問題点がないわけではありません。ライツ・オファリングの場合、権利行使の勧誘が募集に当たるとすると、新株予約権の流通段階での買付け勧誘もそこに権利行使の勧誘が含まれていると見られますので、募集に当たるとはならないか、流通段階での勧誘に目論見書の交付を要するとすると実務が回らないのではないかという問題があります。また、ライツ・オファリング以外では、例えば有償で新株予約権を公募発行した場合、公募の際に目論見書を交付するほか、その流通段階や権利行使段階でも目論見書を交付しなければならないのではないかという問題も生じます。

このように、理論的には、割当て段階で募集がないから権利行使の段階で募集があるというのではなく、発行、流通、権利行使のそれぞれの段階でそれぞれ募集に該当する行為があるかどうかを検討しなければならないはずです。これらの問題は、投資判断資料の提供手段としての目論見書の交付のあり方を見直した上で、網羅的に検討すべきであると思われる。

#### （４）改正法の内容

目論見書の交付義務に係る改正条文は、１３条１項、１５条２項３号です。

１３条１項では、ただし書きを新設し、①新株予約権無償割当により行う新株予約権証券の募集であって、有価証券届出書を提出しなければならない場合に該当し、②その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が予定されており、かつ、③有価証券届出書の届け出を行った旨、その他内閣府令で定める事項を、届け出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場合に、発行者の目論見書作成義務を免除しています。

１５条２項３号は、１３条１項ただし書きに規定する場合を目論見書の交付義務の適用除外とします。

③の内閣府令は未制定ですが、時事に関する日刊新聞紙には、EDINET のウェブページのアドレスや発行者の連絡先などを掲載させることが予定されています（野崎ほか商事１９３６号２８頁）。新株予約権の無償割当を受けるものが、有価証券届出書の記載内容

を知ることができるようにするためです。

条文上、掲載義務の主体は規定されていないため、これは発行者でも、証券会社等でもよいと思われます。13条1項違反には罰則が科されていないので、掲載がされていないのに目論見書を作成しない発行者は、処罰の対象にはなりません。他方、そのような場合は、目論見書の交付義務の適用除外の要件を満たさなくなるので、ライツ・オファリングにおいて目論見書を交付しないで新株予約権を取得させた者は、15条2項に違反したものであるとして処罰の対象になります（金商法200条3号）。これには、発行者、引受人、金融商品取引業者等が含まれます。

遅滞なく掲載するとは、遅くとも新株予約権が株主に割り当てられるまでに掲載する必要があると説明されています（野崎ほか33頁）。

日刊新聞紙へ掲載するという方法を採用したことについては、会社法上の新株予約権の割当通知（会社法279条2項）の際に、EDINET のアドレス等を通知する方法はあり得なかったのかと指摘されています。この点は、同じく前田教授が指摘されているように、平成22年4月に新設された開示ガイドライン15－6が、新株予約権無償割当に係る目論見書は、割当通知を受領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と規定しているところから（資料1）、割当通知の受領日にアドレス等を通知しても、取得と同時に情報が提供されたと見ることはできないと考えられたのかもしれませんが。

あるいは、新株予約権無償割当の通知時期については、権利行使開始時の2週間前までから権利行使期間末日の2週間前までとする会社法の改正要望が出されていまして、無償割当の通知時期を遅らせることを踏まえて、無償割当の通知とは別の情報提供手段を選択したのかもしれませんが。

新株予約権無償割当に係る有価証券届出書は、新株予約権を市場で取得しようとする者の投資判断にとっても重要な情報を含んでいますから、日刊新聞紙に EDINET のアドレスを掲載するという提供手段は、結果として妥当なものであると思います。

#### （５）解釈問題：目論見書の使用責任

本条に関する若干の解釈問題を検討しておきたいのですが、目論見書の交付に代わる日刊新聞紙への掲載やそれを見た株主が利用する EDINET 上の有価証券届出書は、金融商品取引法上の目論見書ではありません。したがって、仮に有価証券届出書に虚偽記載があ

った場合であっても、EDINET を見るように勧めた証券会社は、目論見書の使用者としての民事責任（金商法 17 条）を負うことはないと考えられます。

証券会社が投資者に新株予約権の権利行使を勧誘する際に用いた資料に虚偽や誤解を生じる記載があった場合に、証券会社は金商法 17 条の責任を負うかという問題もあります。今回の改正では、新株予約権の行使に基づく株式の取得を勧誘する行為は募集と構成されませんでした。また、平成 16 年の改正により、17 条の適用範囲は「募集または売出し」に限定されています。したがって、予約権行使の勧誘が株式の募集に当たらないと解する以上、証券会社による虚偽記載等のある資料の利用は不法行為責任を生じさせるにとどまり、これに 17 条は適用されないことになると思われます。

もっとも、前述のように、コミットメントを行った証券会社については、金商業府令上の行為規制として、虚偽の表示の規制がなされる予定であります。

#### 4. コミットメントの規制

##### (1) コミットメントの性質と業規制の必要性

証券会社によるコミットメントは、発行者が必要とする資金を確実に得させる機能があるという点で、株式募集の場合の引受行為と機能が同じであり、また、一般の投資者による予約権の行使が多ければ売れ残りリスクを軽減できるという点で、株式募集の場合の引受行為とリスクが類似しています。

しかし、コミットメント型ライツ・オファリングでは、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、金商法 2 条 6 項 1 号の行為に該当せず、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、2 条 6 項 2 号の行為にも該当しないため、結局、2 条 8 項 6 号にいう「有価証券の引受け」に該当しないと解されます。

ただ、これはライツ・オファリングでは新株予約権の募集があるという理解を前提にした解釈でありまして、予約権の対象となる株式の募集があると理解すると、株主その他の予約権取得者が必ず予約権を行使して株式を取得するとは限らないので、「他にこれを取得する者がいない場合」に当たり、発行者が取得した自己新株予約権を譲り受けた証券会社は、これを行行使して株式を取得することを約束していますので、「残部を取得することを内容とする契約をすること」にも当たると解釈することも可能ではないかと思います。

いずれにしても、ライツ・オファリングにおけるコミットメント行為の機能とリスクは

引受行為と同等のものであるため、企業の資金調達におけるコミットメントの重要性と投資者保護に着目して、これに引受行為と同等の規制を及ぼす必要があると考えられました。同等の規制とは、有価証券届出書等の虚偽記載に関する元引受金融商品取引業者等の民事責任（金商法21条1項4号）とそれを基礎とする元引受業者の引受審査義務、第一種金融業者としての登録、元引受業者に対する最低資本金の上乗せ規定、引受審査に係る行為規制、引受人に適用される一部の不公正取引規制（168条、169条）等を意味します。

コミットメント型ライツ・オファリングにおける証券会社による新株予約権、株式の取得を有価証券の引受けと位置づけることについて、ワーキンググループにおける審議では異論はほとんど出ず、むしろ、だれでもコミットメントをできるとすると、大規模第三者割当増資の代用に使われることを危惧する声があったくらいです。コミットメントを有価証券の引受けと位置づけることは、証券会社にとっては規制強化ですけれども、他の者を排除できるという点では権益の拡大となりますので、賛成が多かったのも当然だと思います。

今回の審議および改正は、ライツ・オファリングに限定したものであり、MSCBなどの大規模第三者割当増資を対象としていません。第三者がMSCBを引受け、これを株式に転換して市場の内外で販売する行為は、「有価証券の引受け」と位置づけられませんでしたが、しかし、第三者が発行者に資金を得させるという機能や、有価証券の売れ残りのリスクあるいは有価証券を高値で売却できないリスクを負担するという性質は、大規模第三者割当増資においても引受けと変わるところがありません。

したがって、本来は、新株予約権付社債や新株予約権の第三者割当増資を含め、投資者に取得させる有価証券と自らが取得する有価証券の種類が異なる資金調達方法について、一般的に「有価証券の引受け」と位置づけるかどうかを検討すべきであったと思います。

もっとも、新株予約権の第三者割当を引受けに該当させるには、法改正が必要ですが、今言ったような形態の株式の第三者割当を引受けに該当させるには解釈論で間に合いますから、本当はまずこの点から検討すべきなのかもしれません。これらの大問題に比べて、コミットメントなしでも資金調達手段として成り立ち得るライツ・オファリングに証券会社がコミットする場合は、やや特殊な状況を扱っているものでありまして、今回ライツ・オファリングのコミットメントのみを「有価証券の引受け」と位置づけたことは、穏当であったと思います。

## （２）改正法の内容

#### ① 「引受人」の定義の拡大

まず、改正法は2条6項の引受人の定義に3号を加えました。これにより、6項各号を受けている2条8項6号において、ライツ・オファリングにおけるコミットメント行為は「有価証券の引受け」として、金融商品取引業を構成することとされました。

2条6項3号は、新株予約権の募集等に際して、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または一部につき新株予約権を行使しないときは当該行使しない新株予約権に係る新株予約権を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内容とする契約をする者を引受人としています。

この定義は、新株予約権の募集等を対象としており、13条1項のように新株予約権無償割当により行うものに限定していないことに注意を要します。したがって、例えば上場会社の新株予約権を第三者割当により取得する者がその全部または一部を行使しないときに、これに代わって当該新株予約権の行使を約束する者も引受人に該当することになりますが、そのような事態は現実には想定できないだろうと思います。

「自己または第三者が」とあるのは、ライツ・オファリングにおいてコミットメントを行う者が自らは未行使分を行使せず、第三者に当該新株予約権の全部または一部を譲渡し、当該第三者に権利行使させる場合があり得るため、第三者に権利行使させる場合も引受人の定義に含めたものです（野崎ほか30頁）。また、新株予約権証券のほか、「内閣府令で定める有価証券」を対象としたのは、外国の新株予約権に類似する権利等を用いて資金調達を行うことも考えられるためです（同上）。

引受人に適用される規定として、引受人が買主の買付代金について貸付けその他の信用の供与をすることを禁止する金融商品取引法44条の4があります。この規定は、引受人が顧客に対する信用供与によって、引受けの危険を不当に投資者に転嫁することを防止しようとするものと解されています（神崎ほか『証券取引法』501頁）。

本条にいう当該有価証券とは、引受人が引受人となった有価証券を意味し、ライツ・オファリングでは、新株予約権がこれに当たります。しかし、ライツ・オファリングの引受人については、新株予約権の行使によって取得した株式を売却する場合における信用供与を規制する必要があることから、括弧内の文言を挿入したものです（野崎ほか・30頁）。このような規制の趣旨からは、一たん自己が予約権を行使して取得した株式を売却する際に、買主に信用を供与する行為だけでなく、それ以前の段階で、新株予約権を行使する際に投資者が払い込む資金を貸し付ける行為をも規制の対象とすべきではなかったかと思わ

れます。

これは、前田先生が東京の研究会の資料でご指摘されていて、ご報告では撤回された見解なのですが、私は、これはそのまま当てはまるのではないかと考えて引用させていただきましたので、お教えいただければと思います。

本条については、サブ・アンダーライターへの引受料の支払いが信用の供与に当たるのかという論点が指摘されています。それは、通常の株式の公募でも生ずる問題であろうと思います。本来ならば、条文上、買主（金融商品取引業者を除く）とすべきでしょうが、引受料の支払いはリスクの負担に対する正当な対価であって、リスクの不当な移転には当たりませんし、形式的にも、引受料という報酬の支払いは、貸付けその他信用の供与に当たらないと解することができるように思います。

## ② 有価証券の元引受けの定義の拡大

新株予約権の発行者または所有者に対してコミットメントをする行為が「有価証券の元引受け」の定義に加えられました（28条7項3号）。これにより、「有価証券の元引受け」を業として行う金融商品取引業者には、最低資本金の上乗せ規制（金商法29条の4第1項4号、金商法施行令15条の7第1項）や不適切な引受け審査の禁止といった業規制（金商業府令133条1項4号）が適用されることになります。

## ③ 「元引受契約」の定義の拡大

さらに、金融商品取引業者が締結する元引受契約にも、発行者や売出人に対するコミットメントが含まれました（21条4項3号）。これにより、その者が発行者または売出人から新株予約権を取得する場合には、その契約は「元引受契約」となります（21条4項2号）。この結果、コミットメントを行う証券会社は、新株予約権に係る有価証券届出書に虚偽記載があった場合に、21条1項の民事責任を負うことになるわけです。

# （3）解釈問題

## ① ライツ・オファリング後の第三者割当

発行者がライツ・オファリングを行い、権利行使のなかった新株予約権について、これを第三者に処分することなく失効させ、第三者に対して第三者割当の形式で募集株式を発行し、これに応じることを第三者が約束した場合に、有価証券の元引受けがあることになるのかという問題が考えられます。

2条6項3号や21条4項3号は、「当該行使をしない新株予約権に係る新株予約権証

券を」と規定しているため、前述のような第三者割当増資の引受けは有価証券の元引受契約に当たらないように読めます。しかし、このような第三者割当増資は、当初のノン・コミットメント型のライツ・オファリングと組み合わせると、発行者に予定した資金を確実に調達させ、かつ、新株予約権の行使が少ないと第三者が引き受けなければならない株式数が増えるという点で、コミットメント型ライツ・オファリングと同じ機能を発揮します。

この場合の第三者割当増資先は、企業の公募による資金調達に重要な役割を果たしており、新株予約権の取得者による権利行使を促すインセンティブを有していますから、権利行使の圧力が生じる可能性があります。したがって、機能の面からは、ライツ・オファリングの売れ残りについて資金提供を行う第三者割当先を、引受け行為を行う金融商品取引業者として規制する必要があると考えられます。権利行使の勧誘は、金融商品取引業の類型に該当しないとしつつ、ライツ・オファリングの引受証券会社に対しては権利行使を働きかける行為に対する規律を設けることとした今回の改正法の下では、特にそう言えると思います。

以上のように、第三者が、少なくとも売れ残り分についての払込みを約している場合には、有価証券の元引受けがあると解すべきであると思いますが、そういう解釈論が成り立つかどうかという点についてお教えいただければと思います。この問題は、株式の第三者割当先の行為を元引受けと見るかどうかという論点につながる問題であるように思います。

## ② 元引受金融商品取引業者等の免責要件

ライツ・オファリングのコミットメントに関して元引受契約を締結する証券会社は、有価証券届出書に重要な虚偽記載があった場合、金商法21条1項、2項に従って、有価証券の取得者に責任を負います。繰り返しになりますけれども、同条2項によれば、有価証券届出書中の財務計算に係る部分の虚偽記載については、記載が虚偽であり、または欠けていることを知らなかったことを元引受金融商品取引業者側で証明したときには、責任を免れます。

しかし、この点について、学説上は、元引受金融商品取引業者は17条との関係から「相当の注意」を尽くす必要がある（鈴木＝河本『証券取引法〔新版〕』・229頁）とか、目論見書の利用者にすぎない一般の証券会社でさえ調査義務を負担するのに、元引受証券会社が相当な注意を尽くすべき義務を負うものでないとする解釈は論理的に不条理である（神崎ほか・368頁）などと説かれてきました。

学説が説く、元引受証券会社が注意義務を負うという解釈が、(a)元引受金商業者も目論見書を使用するから17条に基づいて注意義務を負うという構成をとるのか、(b)目論見書の使用者でさえ注意義務を負うから、元引受金商業者も勿論注意義務を負うという勿論解釈なのかは、明らかでないところがあります。

そして、前者の構成であると、これは従来から問題になると思いますけれども、元引受金融商品取引業者が目論見書を使用しなかった相手方に対しては注意義務違反に基づく責任を負わないのではないかと疑念が生じるところでありますが、公募では元引受金融商品取引業者も目論見書を用いてきましたので、その問題は顕在化しなかったと思います。

実務も、元引受金商業者は、財務書類の虚偽記載についても注意義務違反に基づく責任を負うという前提で引受審査を行ってきたものと思われます。ところが、ライツ・オファリングでは目論見書は作成も使用もされなくなり、17条の責任を負う者がいないことから、元引受金商業者についてはストレートに21条が適用され、財務書類の虚偽記載については、悪意でなければ責任を負わないのではないかと疑念が生じます。

この点は、最終的には立法論によって解決すべきだと思いますが、立法論としても、実務界は17条を21条に合わせるべきであると言い、学説は21条を17条に合わせるべきであると言って対立しているところであり、改正は容易ではありません。

ちなみに、アメリカでは、21条に相当する証券法の11条は、専門家の作成に係る部分について非専門家は、虚偽記載があると信じる合理的な理由がなく、かつ実際にそう信じなかったことを証明すれば免責されるとしますが、虚偽であることを知らなければ免責されるとは規定していません。また、目論見書の使用者は、合理的な注意を用いても (in the exercise of reasonable care) 虚偽を知ることができなかったことを証明すれば免責されますが、他方で、登録届出書の虚偽記載に係る関係者の責任については、「合理的な調査をした上で (after reasonable investigation)」と規定しており、両者の注意義務の程度は明らかに書き分けられています。

同じことは、理論的には日本でも言えると思われまして、17条の注意義務と21条の注意義務というのは、そもそもレベルが違うものではないかと考えられるところです。当面は、ライツ・オファリングにおける元引受金融商品取引業者の責任が解釈問題となりますが、コミットメントを与える証券会社に元引受金融商品取引業者の義務と責任を負わせることが望ましいとする立法の態度、目論見書の使用者の責任は議論の対象とされていましたが、届出書の虚偽記載への影響は考慮していなかったという立法の経緯に照らすと、

目論見書の作成・使用がないという事実は決定的ではなく、仮に目論見書が使用された場合との比較からする勿論解釈により、元引受金融商品取引業者は有価証券届出書の虚偽記載について、財務計算に係る部分であると否とを問わず、合理的な注意を払ったのに虚偽記載を知ることができなかった場合に限って責任を負わないと解すべきではないかと思えます。これも皆様のご意見をお伺いしたいところです。

### ③ 元引受金融商品取引業者等の責任の範囲

新株予約権に係る有価証券届出書（参照方式を採用している場合の参照先の有価証券報告書等を含む）に虚偽記載があった場合、元引受金融商品取引業者は、金商法 21 条 1 項に基づき、当該有価証券を募集または売出しに応じて取得した者に対して損害賠償責任を負います。したがって、市場で新株予約権を取得し、これを行使した者に対しては、元引受金融商品取引業者は金商法 21 条の責任を負わないことになります。有価証券届出書の虚偽記載に基づく関係者の流通市場における責任については、金商法 22 条で規定していますけれども、そこでは元引受金商業者は責任主体に含められていないからです。

このように、元引受金融商品取引業者は、当初の割当先である株主に対してのみ 21 条の責任を負うということになるわけです。

次に、新株予約権者の被る損害について考えてみますと、有価証券届出書に虚偽記載があり、発行者の株式がそれにより過大に評価されている場合、新株予約権の価値も過大評価されていますから、市場で新株予約権を取得した者はその時点で損害を被ると言えます。その損害は、新株予約権の行使の前後を問わず、真実の情報が開示されたときに現実化します。この損害賠償責任は、金商法 22 条が規定するところだと思いますが、前述のように、新株予約権を取得した者は 22 条による責任追及はできますけれども、その対象は発行者、発行者の役員、それと監査証明をした公認会計士または監査法人に限定されることになるわけです。

それに対して株主のほうは、新株予約権を無償で割り当てられるわけですから、一切損害を被っていないのではないかという疑いがあります。例えば、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 株について 1 個という割合で無償割当てをした結果、株価が 750 円に下落したとします。その後、①権利行使前に有価証券届出書の虚偽記載が発覚し、株価が 600 円に下落したとします。1 株を保有し、1 株を取得し得る新株予約権の無償交付を受けた株主は、新株予約権を行使しても、400 円の損失中、600 円の価値のあるものを 500 円で手に入れるわけですから、100 円を回復で

きるだけありますから、300円の損害を被ることになります。

②新株予約権の行使後に虚偽記載の事実が発覚した場合には、750円の株価が600円に下落して、この株主は2株持っているということになりますので、2株分の300円の損害を被ることになります。この株主の300円分の損失は、虚偽記載によって株主の投資判断が歪められた結果として生じたわけではありません。ただ、条文を当てはめていくと、「記載が虚偽であり又は欠けていることにより」「当該有価証券を募集又は売出しに応じて取得した者」に「生じた損害」（金商法21条1項）には該当すると思われる。

また、前述の例で、権利行使期間開始前の虚偽記載の発覚によって株価が400円に下落したとしますと、これば現実味のない話かもしれませんが、行使価格は500円ですから、株主は権利行使をせず、新株予約権の価格もゼロに近くなり、株主は600円の損害を被る。つまり、権利行使をしなくても損害を生じる。このことから、これらの損害は、株主が権利行使をすることから生ずるわけではないということがわかります。

そこで、このような損害の賠償を命じることが金商法の民事責任の理念と整合的かどうかということは、検討の余地があるよう思います。新株予約権の無償割当を受けた株主は、形式的には買主なのですが、実質的には買主ではないからです。

非常に雑駁な報告で申しわけございませんが、いろいろお教えいただければと思います。よろしく申し上げます。

~~~~~

【討 論】

○森本 どうもありがとうございました。昨今話題になっているライツ・オファリングについてのご報告の前半部分ということですが、大きく2つに分けてご報告いただきました。ただいまのご報告につきまして、できればご報告の順序に応じてお願いできればと思いますが、とにかく、自由に質問、意見をいただきたいと思います。

1 株主割当との異同

○龍田 古い話になりますが、昭和40年に時価発行公募が初めて行われて、それまで日本の会社の増資というのは、ほとんどが株主割当増資であったと思います。そして、

新株引受権を譲渡させないことが多かったわけですが、その譲渡を認めることにしておけば、恐らくこれと同じような仕組みになると思います。今回のライツ・オファリングといわれるものを株主割当の一つの形態と見るのか、株主割当とは別のものと見ているのでしょうか。多くの方の議論を見たり聞いたりしていると、どうも別物と考える傾向が強いように思われますが、ワーキンググループではどのようにとらえていたのでしょうか。

それから、第三者割当増資の抜け道に使われるというお話が出ましたが、どういうところからそうなるのか、ご説明いただけますとありがたいと思います。

○黒沼　まず、ライツ・オファリングは株主割当と同じものと見られていたかどうかという点ですけれども、ワーキンググループでは、特にそういった議論はされませんでした。同じと見るかどうかについては、それぞれ研究者によって見方は違うと思いますけれども、私は、同じような性質のものといえますか、株主割当による増資をやりやすくするためこういった方法が用いられるのだと思っています。現在でも、会社法上、新株予約権を用いずに株主に割当てを受ける権利を与えて新株発行をすることは認められていますので、株主割当の方法としては2つの方法があって、そのうちの一つがライツ・オファリングだということらえ方がいいのではないかと思います。

第2の、第三者割当増資の抜け道になるという見方がどこから出てきたのかという話ですが、ワーキンググループでは、特にこうこうこういうふうに使われるからという仕組みの説明はされませんでした。私が推測するところでは、要するに株主割当新株予約権を発行するけれども、その行使価格は必ずしも有利な価格ではなくて、多くの者が新株予約権を行使せずに、あらかじめ予定された者がそれを買集めて行使をして、実質的には第三者割当と同じような結果を達成すると、そういう抜け道として使われるのではないかという危惧だろうと思います。

○河本　それについてちょっと補足しますと、かつては、株主割当というのは限界的資金調達的手段だと言われたのですね。つまり、銀行から金を借りまくってもうこれ以上借りることができない。それでもなお資金が要る。そこで、額面で株主割当をやった。株主は、これを引き受けなかったら損をするわけですね、手元の株式の株価が下がってしまうから。だから、会社の将来がどうであろうが、そんなことは関係なしに、とにかく払い込まなかったらいかんというので払い込んだ。このようにして、カネをかき集めたわけですね。それを、限界的資金調達としての株主割当と言っていたわけです。

今度またそれをやるのかと思ったのですが、違うのは、株主は引受けを経済的に強制されなくて、新株予約権の形で自由に売れるわけです。そのところが、昔の株主割当と全然違うものじゃないかと思ったのですが、どうですか。

○前田 平成17年の会社法制定のときの議論では、従来の新株引受権証書の制度は複雑なので廃止して、制度を簡素化しようということから、この新株予約権無償割当の制度を設けようということではなかったかと思います。このような経緯からしますと、いわゆるライツ・オファリング、新株予約権無償割当を使う新株発行は、従来の株主割当の一つの方法であると理解するのがいいのかなと思います。

ただ、この問題をどう解するにいたしましても、株式の割当てを受ける権利を譲渡できるかどうかという点を除いては、ライツ・オファリングと通常の株主割当とでは整合性のとれた解釈をする必要があると思います。ですから、きょう取り上げてくださった、例えば新株予約権無償割当が取得勧誘に当たるかどうかというような問題については、特に両方を違えて考えるべきではないと思います。

2 ライツ・オファリングの利用ニーズ

○森本 法的整理は黒沼さんや前田さんのおっしゃったとおりだと思いますが、利用実態についてはどうなのでしょう。昭和30年から40年代の半ばについては、先ほど河本先生が言われたような事情もあったわけで、さらに、そのときには、法制度として譲渡性が認められていても、証券市場が未整備だったという事情もあるのでしょうか。けれども、譲渡性を認めた新株引受権の発行はほとんどなかったわけです。ところが、今回のライツ・オファリングは、譲渡性を前提とした制度設計であり、それも大規模なというのが必ずついてくるわけですね。そういう意味で、どういう会社がどういう目的でこの制度を利用するのかお尋ねしたいと思います。一つは、新興企業が倍額増資から3倍額増資をするときに希釈化という問題があるということなのでしょう。これについては、それ自体として考えなければならない問題もあると思います。このほかに何かあるのでしょうか。要するに、これがどういうふうにご利用されようとしているのかといった点についてお教えいただければと思います。

○黒沼 その点については、私は特別な知見はないのですけれども。

○森田 例えば発行価格とかを大分安くするつもりかな、中間発行ぐらいで。時価発行に近いというわけではないのでしょうか、多分。

○黒沼 安くすることは可能ですが、そうすると株価は下がるわけですね。それでいいと考えている企業はやると思います。

○森田 別にそれはどこであってもいいわけですね、制度としては。

○黒沼 ええ。

○森本 これまでにライツ・オフERINGをしたのは新興企業の倍額増資案件ぐらいですね。

○黒沼 価格は今回ちょっと調べてきませんでした。タカラレーベン の例、これはノン・コミットメント型ですけども、価格は後で調べておきます。

○森田 それで、会社法の条文は277条ですね。だから、割当てをすることができるわけで、それを総会決議でやるわけでもないから、株主の意思関与はなく、一方的に付与されちゃうわけでしょう。一方的に付与されるのは目論見書もへったくれもないと一応思うんです。そうだとすると、しかし実際は、それで株式を払い込んでもらうという結果になるから、そうすると何らかが要るんじゃないかという議論になるわけですが…

○森本 やや議論が異なる方向に行っているようですが、龍田先生と河本先生のご質問の従来の株主割当とどう違うのだという議論についてまとめさせていただくと、龍田先生、一応それでよろしいですか。実態が違うように思うのですが。

○龍田 4つに分けるのか、3つにするのか。従来の株主割当、時価発行公募、第三者割当プラス新しくライツ・オフERINGという形態が生まれてきたと、そうとらえるのでしょうか。教科書を書くときにどうしたらいいのか。(笑)

○森本 従来の譲渡性を認める新株引受権が新株予約権の無償割当て制度となり、新株予約権自体について特別の制度が設けられたから別に規定されているけれども、経済的実態は同じですと説明されるのですが、どうも使われ方が相当違うから、形式論と実質論を整理する必要があるかなと思って先ほどお聞きしたのですが。

○龍田 上場しない会社もあるから、株主割当増資というカテゴリーがなくなるわけではないですね。

3 新株予約権の行使価額

○河本 最初に書いてある「市場の株価の動向を気にせずに権利行使価格を決めることができる」ということは、昔のように「額面」とまではいかなくても、時価よりうんと下げるわけですか。海外ではかなり安く出しているのですか。

- 黒沼 実態のほうは調べてこなかったものですから。
- 河本 日本でも、例えば銀行なんかは中間発行とかいって真ん中でやりましたね。
だから、日本でもいろんなことをやってきているのですね、この制度で一体どういうことをやり出すか。何が必要でこの制度を持ち込んでいるのかよくわかりませんね。
- 石田 先ほどのタカラレーベンの話ですけれども、届け出の日が2010年3月5日で終値は559円、それで権利行使期間が2010年5月6日から5月31日までとなっていて、行使価格は300円で、届出日の時価からみれば半分ぐらいの金額だったようです。
- 森本 欧米の事情については……。
- 石田 それはちょっと調べておりません。
- 森田 安かったら、文句なしに払おうという気になります。(笑)何かみすみす損をしそうだから。
- 黒沼 新株予約権の市場価格がどうなっているかということにもよりますね。
- 森田 でも、払込価格が安かったら、事実上は行使しようかなと思いますね。そういう意味では、昔のおっしゃるようなパターンのファイナンスになるし、ただ、そのときに新株予約権を売れるというところが新しい問題ですね。
- 川口 新株予約権を行使するときに、行使するか、売却するか投資判断に迫られるということですが、行使価格が非常に安く設定されていて、時価が高ければ、会社の状況と関係なく、新株予約権者は行使しますよね。
- 森田 そうですよ。それはみすみす損をするから。
- 松尾 そうでもないと思いますけれど。(笑) 予約権自体に市場価格がついています。予約権を行使するときは資金を調達してきて払い込まないといけませんから、そのコストは考えますよね。そのコストを差し引いて行使したときに得られるものに相当する価格が予約権についていれば、予約権を売ったほうが合理的だというふうになると思います。予約権の市場価格によりますけれども、必ずしも行使するほうが合理的だとはならないのではないかと。
- 森田 売れるからね。
- 松尾 売れますし、行使する際にはやはり払込資金を用意しないといけないので、そういう差は考慮されると思います。

4 虚偽記載によって株主が損害を受ける場合

○近藤　　ちょっと今までの議論から外れますけれども、最後のところをお聞きしてよろしいでしょうか。つまり、行使価格が有利だと思っていたところが、実は虚偽記載があって実際の株価が下がってしまったというときに、やはり行使したのが失敗だったということになれば、結局株主は損害を被るのではないですか。

○黒沼　　それは行使しないで売っていた場合には別ですね、確かに。売却していたならば損害を被っていないので、確かにそれとの比較はできないのですが……。

○近藤　　虚偽記載がバレて株価が600円になったとしても、500円の行使価額であれば損はなかったわけですね。しかし、虚偽がバレて株価が500円以下になった場合には、行使するかどうかという判断が虚偽によって影響を受けてしまったということになるんじゃないですか。

○黒沼　　そうですね。その場合には、行使しないで、旧株にかかる下落分が損害ということになりそうですね。

○近藤　　だから、その意味では、虚偽記載によって損害を受ける可能性はあるのではないですか。

○黒沼　　しかし、それは、虚偽記載によって影響を受けるといっても、虚偽記載が発覚する前に売却した場合と比べて影響を受けるということであって、それは一般の虚偽記載でも同じことが言えるわけですね。虚偽記載のある間に上場有価証券を取得した者も、発覚する前に売却していれば損失を被らないということなので、それと同じことですね。

○岸田　　近藤さんの言われたことと関係があるのですが、無償といっても、それはオプションの価格じゃないのですか。オプションで幾らかの値段がついているものを言うわけですから、株主に対してはただかもしれませんけれども、やはりオプションの価値はあるわけです、10円とか20円とか。その価値が下がるわけですから、近藤さんの言われるとおりじゃないですか。ただではないわけですね。株主は何かもらっている。そういうふうには考えないと、おかしくなりますね。

○齊藤　　私は、黒沼先生の計算の仕方に賛成しておりました。新株予約権は確かに価格がつくと思いますが、行使期間が短く、新株予約権の価値についてについて人々の評価が大きく分かれることはあまりなく、新株予約権の市場が効率的で、株式の市場の株価と連動していることを前提にいたしますと、もっとも、その間の乖離が何らかの形で生

じる可能性を考慮するかどうかで複雑さが変わってくるような気がするのですが、乖離はあまり大きく生じないということを前提に計算すると、黒沼先生のような形になるのではないかと思います。

ただ、株主に損害が生じる可能性があるとする、そのようなことは起こりにくいと思うのですが、虚偽記載により株価が過小評価されていた間に、新株予約権を売却してしまった株主は、その本来の価値を知っていれば売却しなかったという可能性があり、その場合、売却した株主に損害が生じる可能性があるのではないかと思います。つまり、市場を過大評価しているときは、市場で割高で買ってしまった人に損害が生じるとすると、過小評価のときは売主の側に損害が生じる可能性があるのではないかと思いますのですが、それはいかがでしょうか。

○黒沼 結局、虚偽記載が公表されていない間にアクションをした者、売主または買主としての行動をとった者については損害が生じるという点で、仰るとおりだと思います。ただ、予約権の場合は、払込みという問題がありますけれども、ちょうど新株予約権の行使による株式の取得がインサイダー取引に当たらないように、行使をしても、しなくても、もともと結果は決まっているといえますか、持っているのと同じだけの価値を把握しているので、行使をするかどうかということとは関係がないということになるのでしょうか。

5 新株予約権の無償割当は取得勧誘に当たるか

○森本 非常に難しい問題になりましたが、最後に再び議論させていただくことにして、できれば、黒沼さんのレジュメに沿って議論させていただくとありがたいと思います。

○前田 新株予約権の無償割当が取得勧誘に該当するかという問題なのですが、私が他の研究会で報告した見解を取り上げていただいて、どうもありがとうございました。

新株予約権の無償割当は、通常の株主割当で言えば、割当日の株主に割当てを受ける権利を付与することに対応することだと思います。ですから、通常の株主割当が取得勧誘に当たるという従来の考え方を前提にすれば、新株予約権の無償割当も、無償割当の段階で取得勧誘に当たると考えるのがいいのではないかと。そして、金融庁もこのような考え方に立っているのではないかと思います。

そして、黒沼先生が2ページのところで指摘しておられるように、取得というのは有

償の取得を意味すると考えていいと思うのですけれども、新株予約権の無償割当の段階で、株式を有償で取得することの勧誘がある、つまり、行使せよという勧誘があると見るべきではないかというように思います。

黒沼先生のおっしゃるように、もし行使段階で初めて規制をかけるという考え方をとりますと、改めて行使せよというような勧誘行為がされないことも少なくないと思いますので、結局、多くの場合に開示規制がかかってこないということになってしまうのではないかと思いますので、いかがでしょうか。

○龍田 私も賛成ですね。行使してほしいというインプリケーションなしに、新株予約権を無償にせよ与えるというのは、何か白々しい言いぐさですね。そんなことがあり得るのだろうかという疑問です。行使の勧誘を当然含んでいるはずだと思います。

○河本 それなら、何で目論見書をなくすることができますか。

○龍田 だから、なくてよろしいという理由の説明は必要でしょうね。

○河本 そこをどう説明するのか。

6 目論見書交付の要否

○前田 3ページのところで取り上げていただいているように、投資判断の重大性が新株予約権の無償割当の場合は小さくなるのではないかと思います。通常の株主割当の場合であれば、払込みをしたくない株主は、基準日までに株式を丸ごと売ってしまうか、みすみす損をするかという選択しかないわけですね。それに対して新株予約権無償割当の場合は、新株予約権自体を譲渡するという選択肢が加わってくる。ですから、黒沼先生ご指摘のように、単に投資判断を迫られる時期が異なるというだけではなくて、選択肢が増えるということで、投資判断の重大性は違ってくるのではないかと考えたのですけれども。

○河本 その選択肢の違いが目論見書を不要にすることの理由になるのですか。

○前田 はい。ワーキンググループの報告書では、ほかにも理由が挙げられていますけれども、通常の株主割当の場合は、目論見書を不要にすることは認められていないのですね。今回認められたのはライツ・オファリングの場合だけです。ですから、それを正当化しようと思えば、割当てを受ける権利を譲渡できるかどうかというところに理由を求めざるを得ないし、私は、投資判断の重大性ということから何とか説明はつくのではないかと考えます。

○黒沼 説明をつける理屈を考えていただいたのは非常にありがたいことだと思っていますが、無償割当と株主割当の比較からそのようにおっしゃるわけですが、株主割当でも譲渡性を付与すれば同じ話になるわけで、そうすると、譲渡性の付与されていない株主割当の場合と比較してという話になるのですね。

○前田 会社法のもとでは、割当てを受ける権利を譲渡できるタイプの株主割当は新株予約権の無償割当によらなければならないのであって、新株予約権の無償割当を使わなければ、割当てを受ける権利というのは譲渡できないと理解していました。会社法制定前には、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、新株引受権を譲渡したければ、新株引受権証書を使わなければならず、それ以外に新株引受権を譲渡する方法はなかったと思います。ですから、会社法のもとでは、通常の株主割当の場合には割当てを受ける権利は譲渡できないという前提で考えておりました。

○黒沼 しかし、ディスクロージャーが必要となるのは、そういった払わなければ損をするというような経済的圧力が加わる場合だけでなく、一般の募集の場合には、別に払い込まなくても損はしないわけですね。しかし、募集が行われる場合には、届出書と目論見書が必要だということになっているので、どこと比較するかということが問題になると思うのが一つです。

もう一つは、譲渡性を持たせないようなものでも、経済的には、株主はお金がなければ株式の一部を売って、それで引き受ければ損を回避することはできると、経済的にはそういう説明がなされているところではないかと思うのです。そうすると、譲渡性がないと払込みを強制されるというのは、理想的な経済の世界ではありえないことになるのですね。

○森本 龍田先生の質問に戻るかもしれませんが、要するにこれは株主割当の譲渡性を認めたものなのです。だから、株主割当てと同様に処理することを原則としつつ、譲渡性を認めて、いろいろ市場も整備されたことによって、株主割当てと異なる制度設計をする、規制を緩和する合理的理由があるかどうかという形で、議論すべきなのですね。先ほど前田さんがおっしゃったように、原則一緒にすべきだけれども、何か例外的に緩和する必要・理由があつたら、それはきちっと説明してくださいという形で議論したほうがわかりやすいと思います。

○松尾 前田先生の議論では、予約権を譲渡できるのだから重大な投資判断を迫られる度合いが低いということでしたけれども、私が先ほど申し上げたこととの関係で、ある

時点で、予約権についている市場価格で譲渡するのと、権利行使して即株式にして、その後売却するのか、予約権として持ち続けるのかという選択をする投資判断は、かなり複雑だと思うのです。そういう意味では、決してその投資判断の中身が軽くなるとか、そういうことはなくて、むしろ複雑な投資判断を迫られるのではないかというふうに思うのです。もっとも、その投資判断に必要な情報が目論見書で得られるかというのもあるのですけれども。

○森本 金利負担のある貸付けを受けて予約権を行使するときは、将来の会社の業績についてリスクを負担するのです。他方、売却したら現金化できるわけです。これは相当大きな差であり、しかも、比較的短期間に判断しなければなりません。これは株主割当と大きな違いはない、軽い重い話ではなくて、性質が異なるだけではないかとも思われますが。ただ、いろんな事情から、実態とも併せてコスト・ベネフィットの観点から緩和することにも合理性があるのかも知れませんが。

○森田 新株予約権の発行というのとライツ・オファリングの違いは、マーケットを必ずつくるということですか。

○黒沼 株主割当との違いはそうですね。

○森田 後で譲渡できるから、マーケットが必ずできているということが前提だと、そこが違うわけですね。

○黒沼 そうです。上場しているか上場予定でなければ、目論見書の交付義務というのは免除されないと。

○森田 その上場ということの制度が一つ入るわけですね。

○森本 コミットメント型の場合には、コミットメントをする証券会社は市場価格の相当ディスカウントした価格で買い取ることになるのではないですか。そうでないとリスク負担できません。したがって、3つの選択肢になるのと違いますか。行使するか、自ら売るか、コミットされるか、この3つの問題になる。

○松尾 さらに複雑になる。

○森田 そうか、3つ目があるのです。

7 元引受証券会社の民事責任

○河本 具体的なところに行ってよろしいですか。12ページの下のほうにお書きになっているように、「ライツ・オファリングでは目論見書は作成も使用もされなくなり、

17条の責任を負う者がいないことから、元引受金商業者についてストレートに21条が適用され、財務書類の虚偽記載については悪意でなければ責任を負わないのではないか」とお書きになっているのですね。

私も、21条が制定されたときに書いた論文（「証券取引法の基本問題―民事責任を中心として―」神戸法学雑誌21巻3・4号）のなかで、21条では、届出書中の監査法人の監査証明のついてい部分については、元引受人は積極的に調査する義務はなく、その部分について虚偽記載があることを現実に知っていた場合にのみ賠償責任を負うことになっている。しかも、虚偽記載について知らなかったことについての挙証責任を元引受人がおっていることが、元引受人をして、「さわらぬ神にたたりなし」といった態度をとらせる危険があります。このような21条の欠陥を埋めるのが、従来からあった17条です。これは、虚偽記載のある目論見書を使用して有価証券を取得させた者は、監査証明済みの部分であるかどうかを問わず、相当の注意を用いたにもかかわらず、虚偽記載について知らなかったことを証明しなければ責任を免れないとする規定です。この17条を活用することによって、21条の欠陥を埋めることができるってきいたのです。その17条が使えなくなるというのは、甚だ残念な気がするのです。

○黒沼 私は最終的に、その次のページの③の手前で書きましたように、注意義務を負うという解釈を何とかできるのではないかと考えて書いたのですが、こういう論点が出てくるだろうという指摘です。

○河本 ただ、それが条文なしにやれますかね。

○森本 条文は明示的に、財務諸表については知っている場合だけが責任を負いますよと書いてあるのですね。

○黒沼 ええ、21条のほうはですね。

○行澤 それに関連して質問させていただいてもよろしいでしょうか。平成16年改正でしたか、17条に「募集または売出しについて」という文言が付加され、かつライツ・オファリングにおける場合のように権利行使の勧誘は「募集または売出し」に当たらないとすると、目論見書の使用者責任はそこに適用されないという論理は大変よくわかるのですが、教えていただきたいのは、17条がそういうふうに変ったことの趣旨に何か積極的な意味があるのかということです。私自身は、改正後の同条の読み方としては、「募集または売出しについて」というのは、「取得させた」にかけなくとも、「目論見書」にかけて、「目論見書」に係る修飾文として読めば、必ずしも「募集または売

出し」の場合に制限されるものと考えなくてもよいのではないか、と考えています。自分の解釈にこだわるつもりは全くないのですが、なぜ17条の目論見書その他の使用者責任を「募集または売出し」に制限したのかという点について積極的な理由がよく分かりません。自分の中でもややもやしておりますので、教えていただきたいと思います。

それと、この点に係るご議論にありましたように、17条責任を強くするとだれも目論見書を使いたがらなくなるので、17条の適用範囲をできるだけ狭めるというのは、議論としてはいかなものかと思いますので、そこも教えていただきたいと思います。

○黒沼 第1点については、募集、売出しの場合に限定する文言を入れた理由については、よくわからないというか、明らかになっていません。16年改正のときはその点は議論していなくて、立法の段階でそうになりました。立案担当者は恐らく、この条文は募集に関する責任の規定の間に挟まれて置いてあるので、そう考えたのだと思います。

第2点については、確かに本末転倒な議論だと思いますけれども、17条と21条の調整問題をしないとライツ・オフリングの導入ができないということになると、これは大変なので、そこは先送りしてしまったということではないかと思います。

8 引受人による信用供与の禁止

○森本 10ページの一番下の項目で、別の研究会での前田先生のコメントとの関係で質問がありましたが、前田先生から何かご意見がございますか。

○前田 取り上げていただいて、どうもありがとうございます。

この44条の4の規制の趣旨からしますと、黒沼先生がご指摘のように、行使のための資金貸付けなども規制対象とすべきだというように私も考えているのですが、今回の改正前からもと、この44条の4という規定は引受人が募集・売出しに際して取得資金を貸し付けるというような行為は対象にしていなかったのですね。例えば残額引受けであれば、引受人の手元に残ってしまった株式を売るときに貸し付ける行為しか、もともと規制対象にしていなかったのです。

ですから、今回の改正は、従来の44条の4の規制枠組みに乗る形であればやむを得なかったのかなと思うのです。しかし、もともとの44条の4がそのように狭い範囲だけの規制でいいのか、趣旨に照らせば、範囲を広げるべきではないかという問題はあると思っています。ただ、今回の改正に関してはやむを得なかったのかなということで、別の研究会の席上、問題提起を撤回した次第です。

○黒沼　よくわかりました。ありがとうございました。

9　ライツ・オファリング後の第三者割当と元引受け

○森本　11ページから12ページの解釈問題についても、黒沼さんから皆さん方のご意見をお聞きしたいということで、ライツ・オファリング後に第三者に対して第三者割当をした場合に元引受けになるかどうかということです。日本の実務だと、新株予約権の無償割当の場合には、恐らく時価の半額近い、相当ディスカウントされるというのが想定されるわけですね。そして、この第三者割当の場合には有利発行となるわけですね。

○黒沼　ライツ・オファリング前の株価からすると相当ディスカウントされていますが、ライツ・オファリング後の株価からすると時価による第三者割当でも目的は達成できます。

○森本　新興市場の場合には、時価の10%まで引き下げられるとか、いろいろな議論がありますが、その前提でどういうニーズがあるのか、こういうことをもう一回確認してから皆さん方のご意見をお聞きしたほうがいいかと思います。

○黒沼　ライツ・オファリングにコミットメントをすると、元引受証券会社としての引受審査義務とか責任がかかってくるので、それを回避するために、ライツ・オファリングはノン・コミットメント型でやって、そのすぐ後に、残りの部分は私が第三者割当で引き受けますと、そういう形で証券会社なりその他の者が関与する行為をどう考えたらいいのかということです。

○森本　相当これ、ボリュームがありますが、売出しをすることになりますね、この第三者割当を受けた人は。

○黒沼　それは、売出しをするか、しないかはいろいろあり得る……。

○森本　売出しのない場合でも、元引受けにしたいということですね。

○黒沼　ヨーロッパなどでは、こういった形でライツ・オファリングが行われていると聞いたことがあるものですから、これも対象にしないといけないのではないかなと思ったということです。

○森本　わかりました。ご意見を承りたいと思います。

○前田　通常の株主割当でも、失権分の株式を第三者割当の形で行うということは従来行われてきたと思うのですね。そのとき、第三者が第三者割当に応じるということをあらかじめ約束しておれば、やはり同様の問題が起こりますし、黒沼先生ご指摘のように、

やはり元引受けとして規制すべき行為なのかなというように思ってお伺いしました。

○松尾　これと関連する条文の解釈で少しお尋ねしたいのですが、今回のライツ・オフ・アリングの場合は、予約権を取得した者とそれを行行使する者が違う場合も含まれているわけですね。要するにA証券会社が取得して、それを行行使する人は別である場合が想定されていましたけれども、その第三者は元引受契約を結んだことにはならないのですね、あらかじめその人に渡すことになっていても。

○黒沼　「元引受け」の定義には、予約権の所有者から予約権を取得して行行使する契約した者も含まれますが、この「所有者」には金融商品取引業者は含まれないので、発行会社から予約権を取得して第三者に譲渡した者が金融商品取引業者である場合には、当該第三者は元引受けを行う引受人にはあたらないことになりますね。

○松尾　それがあらかじめ契約の時点で定まっていなくても、その人は元引受契約を結んだことにはならない、あくまで取得する側の証券会社だけが引受人という解釈になるわけですね。

○森田　その場合の第三者は、証券会社である必要はあるのですか。

○松尾　ないです。しかし、インセンティブとしては同じだと思います。

○黒沼　そうですね、同じような問題が生じますね。ただ、その場合には、コミットメントを行う者は、引受けのなかったものを発行者から取得することと、自己が行行使するか第三者に行行使させることを約束するわけですね。

○松尾　そうだと思います。

○黒沼　そういうものが介在している場合ということなので、要するに全部丸投げした場合には、第三者を元引受業者として規制する必要はないのかという問題が生じるのはそのとおりですけれども、丸投げした場合でも、コミットメントをした者は元引受けの行為として規制の対象になるので、その者と第三者と一体のものと考えているのではないのか、そういう説明しかないように思いますね。

10 立法の評価

○河本　結局、こういう制度を立法化しようということになったのは、数は少ないのですが、とにかく日本でもとんでもない第三者割当をやって、既存株主の議決権比率を稀釈化する会社が出てきた。そこで、株主に権利を与えるという方向へ持っていくことにした。しかし、昔のように発行価格をうんと下げることによって、株主が引き受け

なければ損をするといった経済的強制をかけないで、株主が投資者として自由に判断できるようにと、新株予約権を与えてそれは自由に譲渡できるという形に持っていったということでしょう。

このコミットメントというのは、残額引受けと似ているわけですね。残額引受けは、決して目論見書は不要にはならない。ところが、株主に一応割り当てる場合にも、目論見書を出させたのでは、何万人も株主がいる会社では、大きな負担になる。そこで、目論見書を使うことを外すというのがこの制度にとってはなくてはならぬ必須の要件なのですかね。

○黒沼　タカラレーベンケースでは、従来のやり方でやったわけですから、目論見書を交付したのです。ですから、絶対にできないというわけではないのですが、それをやろうとすると、株主の数が比較的少ない企業でないと、これを実際上利用することはできないだろう、そういう考慮があるのだと思います。

○河本　何万人も株主がいる会社で、分厚い目論見書を送らなければならぬということになると、そんなものはごめんだと言うでしょうね、恐らくは。だから、どうしても、目論見書は要らぬという方向に持っていかなければならない。そうすると、残額引受け人と同じような立場におるのに、万が一粉飾決算が発覚した場合に責任を負わなくてもいいのかということになります。

解釈論だけで、果たしてやれるかなあと思いますね。

○森田　私はよくわからないのですが、日本は会社法はさわれますし、極端に言ったら、新株引受け権付与としてしまえば、例えばこれでも、25%以上は取締役会だけではだめだと規制をかければ済むように思えるのですね。

○黒沼　コミットメントを行う者を元引受けと位置づけて業規制の対象にしたのはよかったと思うのですが、最後のほうで申したように、結局、新株予約権の行使の勧誘は募集行為に当たらないという解釈を前提にしていますので、市場で新株予約権を取得した者は、有価証券届出書に虚偽記載があった場合に、コミットメントを行った証券会社に対して責任を追及できないのです。そこが実は一番の問題だと思うのです。そこをきちんと考えていなかったという点もあるのですが、その点はどうしたらいいのでしょうか。これはちょっと解釈論では乗り越えられないのかなという感じもしているのですが。

そういう意味で、やはり私自身は、最初の問題に戻ってしまいますけれども、無償交

付の段階では募集はなくて、権利行使の段階で募集はありと整理して、かつ引受業に当たるような構成をとったほうがよかったのではないかと考えています。

○森田 どちらかというとそちらがいいと思いますが。

○伊藤 ライツ・オファリングの問題を見ていまして、私は最初から、これは新株を引き受ける権利の譲渡を認める形での株主割当にすぎないと思っていました。新株を引き受ける権利の譲渡をできるかどうかによって、規制を変える理由があるのかどうかも、今なお疑問に思っています。素直に考えれば、これはただの株主割当であり、その最初の段階で目論見書の交付を要求するのが一番シンプルでわかりやすい考え方だと思います。

ただ、結局、目論見書を何万人もの人に交付するのが大変だから、それを要求しないことにしたいということで、今日の研究会で行われたような、難しい議論をしなければならないことになるのではないかと考えています。

これを長期的な問題として考えるのであれば、むしろ目論見書の交付を発行開示として要求することの合理性を考え直すような、そういう問題点なのだと思うのです。発行開示として、一般的に EDINET のウェブページのアドレスを教えるという方法だっており得ないことではないと思います。しかしながら、今回はそれでは時間がかかり過ぎるので、現行法の制度の基本はさわらずにライツ・オファリングを適用除外にするような改正をしたいということで、この改正がされているのではないかと考えています。

そうすると、逆に疑問になってくるのは、ライツオファリングというものが、そこまでの緊急性が高いものかということなのですが、そこまで実務の必要性が高いのかがやはりいま一つわかりません。先ほど森本先生が挙げられた実例のように、新興企業が大量に増資するのであれば必要なのでしょうけれども、それ以上の必要性があるのか。金融庁の方が、法制審議会の会社法制部会でもしきりにこれだけ会社法の改正を早くしてくれと言っている論点でして……

○森田 会社法を改正してくれと言ってるのですか。

○伊藤 会社法の規定の改正を。どこまでの緊急性があるのかがいま一つわからないところで、その辺をちょっと伺えればと思います。

○森本 曖昧な記憶なのですが、これに対する需要として、新興企業の大規模、倍額増資のほか、金融機関等においても利用可能性があるのではないかといったことは聞かれませんでしたか。

○黒沼　ワーキンググループの議事の内容は議事録になって公表されていますけれども、それ以外のものも含めて、どこでどういうニーズがあって、これがなければ困るというような話はありませんでした。ただ、背景としては、おかしな第三者割当が跋扈しているので、特に海外の機関投資家などからは、日本の市場は不透明である、なぜライツ・オフアリングをやらないんだという声があったとは聞いています。

○森本　いよいよ佳境に入った状況なのですが、申しわけありません。時間がまいりました。幸い、次回もまた黒沼先生がお話しになりますので、来月の報告の後、トータルにもう一度議論していただきたいと思います。

それでは、黒沼先生、ありがとうございました。本日の研究会はこれで終わらせていただきます。