

2011 年 10 月 28 日

大阪証券取引所 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）

早稲田大学 黒沼 悦郎

1 はじめに

2 問題の所在

① 新株予約権の無償割当てによる増資のメリット

：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。

↓

・公募増資、第三者割当増資に代わる資金調達の方法として注目

Cf. アメリカ

・取引所の規則：市場価格より低い価格による 20% 以上の新株発行に株主の同意を要する。

→ 株主総会の同意なしに迅速に資金調達を行いたい場合に利用

・マーケティングの費用や時間を節約できる。

・EU 上場企業が増加するにつれて、アメリカの市場でもライツ・オファリングが増加

② 資金の確実な調達：コミットメント型ライツオファリングの必要性

→ コミットをする証券会社等を引受人として規制する必要はないか？

Cf. アメリカ

backstop commitment party になるのにブローカー＝ディーラーの登録は不要。
投資銀行かそのシンジケートがコミットメントをするが、大口投資家になる場合もある。ただし、ブローカー＝ディーラー以外の者は、未行使分が生ず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ない。

3 目論見書の交付

（１）新株予約権の無償割当てに取得勧誘はあるか

① 実務上の難点

株主全員に目論見書を交付しなければならない。

② 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

形式的な根拠：開示ガイドライン 2-3（資料 1）

「新株予約権無償割当については、新株予約権証券の取得勧誘に該当する」

実質的な根拠：『金融庁の考え方』

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。

Cf. 前田教授

Cf. アメリカ 33 年法 2 条(a)項(3)号

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.

→ 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。

ライツを行使して株式を取得する際には対価を支払うので、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る。

③ 検討

- ・ 金融商品取引法：「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、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

- ・ 新株予約権の無償割当段階では株主は投資判断に直面していない。

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る。

⇒ 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。

- ・ 新株予約権の無償割当と予約権行使とを一体とみるという考え方

⇒ 株主には目論見書が交付されるが、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が交付されない。

(2) 新株予約権の割当時の情報提供

- ・ 新株予約権の無償交付を受ける株主との関係で不要とする理由（資料 2・3）

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、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、WG 報告書 3 頁）。

・上記の理由①から④が成り立っているか？

- ① ⇒ 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。
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ということとの関係で、なお目論見書の交付は不要か？

②

前田教授：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。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。

株主割当の場合には、払い込みをしたくない株主は既存の株式を割当日 4 日前までに株式を売却する必要があるが、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。

← 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？

- ・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と変わりがない。

⇒ ②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いか。

③

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（前田）。

← 的確。

④

株主割当の場合も同様である（前田）。

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うる。

ただし、平成 16 年改正により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（金商 15 条 2 項 2 号イ）。

（3）新株予約権の流通時、権利行使時の情報提供

開示ガイドライン 2-4 ⑧（資料 1）

新株予約権の行使により株式を発行する場合には「募集」に該当しない。

⇒ 権利行使の勧誘を行う際に何らかの情報提供が必要ではないか。

WG資料

- ・ 権利行使期間の末日までの間に、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。
- ・ 派生論点
 - 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。

背景

- ・ 新規発行された有価証券が市場で流通する際に目論見書の交付義務があるか？
 - アメリカ：分売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。
 - 日本：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ない。
 - ← 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いえる。新株予約権の権利行使の勧誘は株式の取得勧誘であるといえる。
 - ⇒ 立法論としては、新株予約権の買付け勧誘および新株予約権の権利行使の勧誘を新株の取得勧誘とみなして、目論見書の交付を求めることが考えられる

・ 交付を前提とする議論

目論見書の電子的交付だと事前の手続きが必要であるため、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いう意見

派生論点③

- 目論見書の交付義務の相手方を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の情報

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い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うえで投資判断を行っていると考えられるから。

→ そうだとすると、新株予約権の取得段階での情報提供が必要になるのではないか。

← 市場で取引をする見込客にまですべて目論見書の交付を要するのは、実務上不可能。

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から、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恐れがある。

◇ 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、目論見書の使用者責任の規定（金商 17 条）が適用されるのか。

・ 発行者が交付義務を負い、引受証券会社等が交付業務を代行する場合には、引受証券会社等は目論見書の使用者にならない。

・ 引受証券会社等に目論見書の交付義務を負わせる場合、交付義務を履行すると目論見書を使用したことになり、17 条が適用される。

← 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。

← 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から目論見書の交付を求めようということから議論が出発している。勧誘がないという形式論は通用しない。

◇ 17 条問題。

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等は虚偽記載を知らなければ責任を免れるが、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、金商業者は相当の注意を尽くす義務を負う。

→ 目論見書が使用されず 17 条が適用されない場面では、上の議論は成り立たない。

◇ 株主の確認

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すると交付にコストがかかる。

という意見もあった。それに対し、発行者は誰が株主かを容易に確認できるから、発行者

に交付義務を課すことには大きな反対はなかった。

◇ 口座管理機関の役割

- ・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。
- ・口座管理機関は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。

→ 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。

◇ その他

・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。そうして、新株予約権を行使しない、売却もしない人が増加すると、ライツ・オフア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てを行おうとする人が付け込む隙が生じる（意見）。

・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、引受証券会社が開示について責任を負うとしても、当然に目論見書の交付義務を負うことにはならない（意見）。

→ 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・オフアリングをどこまでパラレルなものとするかに依存。

↓

結果 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ず、したがって目論見書は使われなくなったので、発行者による目論見書の作成義務もライツ・オフアリングには適用されないこととなった。

←・目論見書が出てくると使用者責任の問題が付きまとうこと（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）。

・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・オフアリングの利用の道を閉ざしかねない。

報告書

発行者や市場関係者がライツ・オフア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。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。(資料 3・4 頁)

ただし、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が適当である(資料 3・5 頁)。

評価

理論的には不満が残るが、他方で、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ない。

- ・ 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ので、募集に当たるとではないか。流通段階での勧誘に目論見書の交付を要するとすると、実務は廻らないのではないか。
- ・ 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。

↓

理論的には、割当段階で募集がないから権利行使の段階で募集があるのではなく、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。← 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うえで、網羅的に検討すべき。

(4) 改正法の内容

13 条 1 項 但書を新設。

①新株予約権無償割当て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、又はその発行後、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出を行った旨その他内閣府令で定める事項を、届出後遅滞なく、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する。

15 条 2 項 3 号 13 条 1 項但書に規定する場合を目論見書の交付義務の適用除外に。

- ・ ③の内閣府令(未制定)：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(野崎ほか商事 1936 号 28 頁)。

- ・掲載義務の主体：発行者、証券会社等

罰則なし。

→ 目論見書の交付義務違反（金商 200 条 3 号）

- ・「遅滞なく」：遅くとも新株予約権が株主に割り当てられるまでに（野崎ほか 33 頁）。

- ・会社法上の新株予約権の割当通知（会社 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（前田）。

→ 新株予約権無償割当てに係る目論見書は、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、あらかじめ又は同時に交付しなければならない（開示ガイドライン 15-6）：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みることができない。

新株予約権無償割当の通知時期：「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」と変更する会社法の改正要望

→ 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が必要。

- ・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る。

→ 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。

（５）解釈問題：目論見書の使用者責任

- ・目論見書の交付に代わる日刊新聞紙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ない。

→ 有価証券届出書に虚偽記載があった場合、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 17 条）を負わない。

- ・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。

→ 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なかった。

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」に限定された。

→ 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、17 条は適用されない。

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

コミットメント

- ・発行者が必要とする資金を確実に得させるという点で引受行為と同機能
- ・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点で引受行為とリスクが類似
- ・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号の行為に該当しない。

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。

→ 2条8項6号にいう「有価証券の引受け」に該当しない。

もし、予約権の対象となる株式の募集があると理解すれば、

- ・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」に当たる。
- ・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るので「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。

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

→ 資金調達におけるコミットメントの重要性和投資者の保護に着目して、引受行為と同等の規制を及ぼす必要があると考えられた。

有価証券届出書等の虚偽記載に関する元引受金商業者等の民事責任（金商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

第一種金商業者としての登録

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

WGでは、異論は出なかった。←権益拡大だから当然

・MSCBなどの大規模第三者割当増資（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）を対象としていない。

→ 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（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、引受けと変わらない。

→ 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、「有価証券の引

受け」と位置づけるかどうか検討すべきであった。

← そもそも、株式の第三者割当増資も同じではないか。

(2) 改正法の内容

① 「引受人」の定義の拡大

2条6項の引受人の定義に3号を付加

→ 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た。

・2条6項3号

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する。

・13条1項と異なり、新株予約権無償割当てにより行うものに限定していない。

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。

・「自己または第三者が」

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て当該第三者に権利行使させる場合がありうるため（野崎ほか30頁）。

・「内閣府令で定める有価証券」

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（同上）。

・引受人による買主に対する買付代金の貸付けその他信用の供与の禁止（44条の4）

← 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（神崎ほか・501頁）。

← 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から、括弧内の文言を挿入した（野崎ほか・30頁）。

← いっ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？

◇ 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

通常の株式の公募でも生ずる問題

本来ならば、買主（金融商品取引業者を除く）とすべきであるが、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らないし、形式的にも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。

② 有価証券の元引受けの定義の拡大

ライツ・オファリングのコミットメントを行うことを発行者または所有者に約することを「有価証券の元引受け」の定義に追加（28条7項3号）。

→ 「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、最低資本金の上乗せ規制（金商29条の4第1項4号、金商令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。

③ 「元引受契約」の定義の拡大

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た（21条4項3号）。

→ 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」となる（21条4項2号）。

→ 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の虚偽記載につき、21条1項の民事責任を負う。

（3）解釈問題

① ライツ・オファリング後の第三者割当て

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、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か？

2条6項3号・21条4項3号：「当該行使をしない新株予約権に係る新株予約権証券を」

→ 上記の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。

← このような第三者割当増資をノン・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する。

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するから、権利行使の圧力が生じる可能性がある。

→ 機能の面からは、ライツ・オフリングの売残りについて資金提供を行う第三者割当先の「第三者」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。

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、とくにそういえる。

→ 第三者が、少なくとも売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。

第三者割当先の行為を元引受けとみるかどうかという論点につながる問題

② 元引受金融商品取引業者等の免責要件

元引受契約金融商品取引業者等は、有価証券届出書中の財務計算にかかる部分の虚偽記載について、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証明すれば責任を免れるか？

- ・元引受金商業者は、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・229頁）
- ・目論見書の使用者に過ぎない一般の証券会社でさえ調査義務を負担するのに、元引受金商業者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）。

← (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は勿論注意義務を負うという勿論解釈なのか？

(a)→ 元引受金商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。

← 公募では元引受金商業者も目論見書を用いてきたので、問題は顕在化せず。

- ・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。

↓

ライツ・オフ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？

立法論 17条に合わせるか21条に合わせるか。

Cf. アメリカ 33 年法 11 条

専門家の作成にかか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（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ない）。

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る。

登録届出書の虚偽記載に係る関係者の責任：「合理的な調査をした上で（after reasonable investigation）」

解釈論

コミットメントを与える証券会社に元引受金商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

→ 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、元引受金商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ある。

③ 元引受金融商品取引業者等の責任の範囲

対象被害者

元引受金商業者は、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う。→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金商法 21 条の責任を負わない。

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（金商法 22 条）：元引受金商業者は責任主体から除外。

損害

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るから、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。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する。

⇔ 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？

例) 株価が 1000 円のとくに、行使価額 500 円の新株予約権を株主に無償割当した結果、株価が 750 円に下落。

- 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。
 - 1 株を保有し、1 株を取得しうる新株予約権の無償交付を受けた株主
 - 新株予約権を行使：400 円 (1000-600) の損失中 100 円 (600-500) を回復
 - 300 円の損害
- ② 新株予約権の行使後に虚偽記載の事実が発覚
 - 750 円の株価が 600 円に下落、2 株分 300 円の損害を被る。

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ない。

しかし、「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 21 条 1 項)といえるように思われる。

← 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は、検討の余地があろう。新株予約権の無償割当を受けた株主は、形式的には買主であるが、実質的には買主でない。