

## ライツ・オファリングと金商法上の勧誘規制についての中間論点整理

### 1 総論

近時、企業の増資手法としての「ライツ・オファリング」<sup>1</sup>に係る制度整備が進められている。ライツ・オファリングとは、公募増資や第三者割当てと並ぶ増資手法の一種であり、法令上の定義はないものの、「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」と説明される<sup>2</sup>。日本法上の株式会社がライツ・オファリングを行う場合には、会社法 277 条に基づいて株主全員に対して新株予約権無償割当てを行い、当該新株予約権が行使されることによって増資を実現する方法が想定されている。ライツ・オファリングにおいては、持分比率の低下を嫌う株主は追加出資を行い、新株を取得することにより持分比率の低下を回避できる一方で、追加出資を嫌う株主は新株予約権の売却により経済的な損失を回避しつつ<sup>3</sup>、追加出資の負担を回避することができるという特徴があると説明されている<sup>4</sup>。

ライツ・オファリングのスキームについては、コミットメント型とノンコミットメント型の 2 つのスキームに大別されることが多い。このうち、コミットメント型ライツ・オファリングとは、権利行使がなされなかった新株予約権について発行会社から取得した上で行使することを証券会社があらかじめ約束しておき、発行会社が取得条項に基づき取得した新株予約権を、当該約束に従って証券会社に売却し、証券会社は当該新株予約権を行使して取得した株式を市場等で売却するというスキームである。平成 24 年 4 月 1 日に施行された金融商品取引法(以下「金商法」という。)の改正により、そのような証券会社の行為が「有価証券の引受け」に位置付けられることとされている(金商法 2 条 6 項 3 号。この場合の引受けを行う証券会社を以下「コミット証券会社」という。)

---

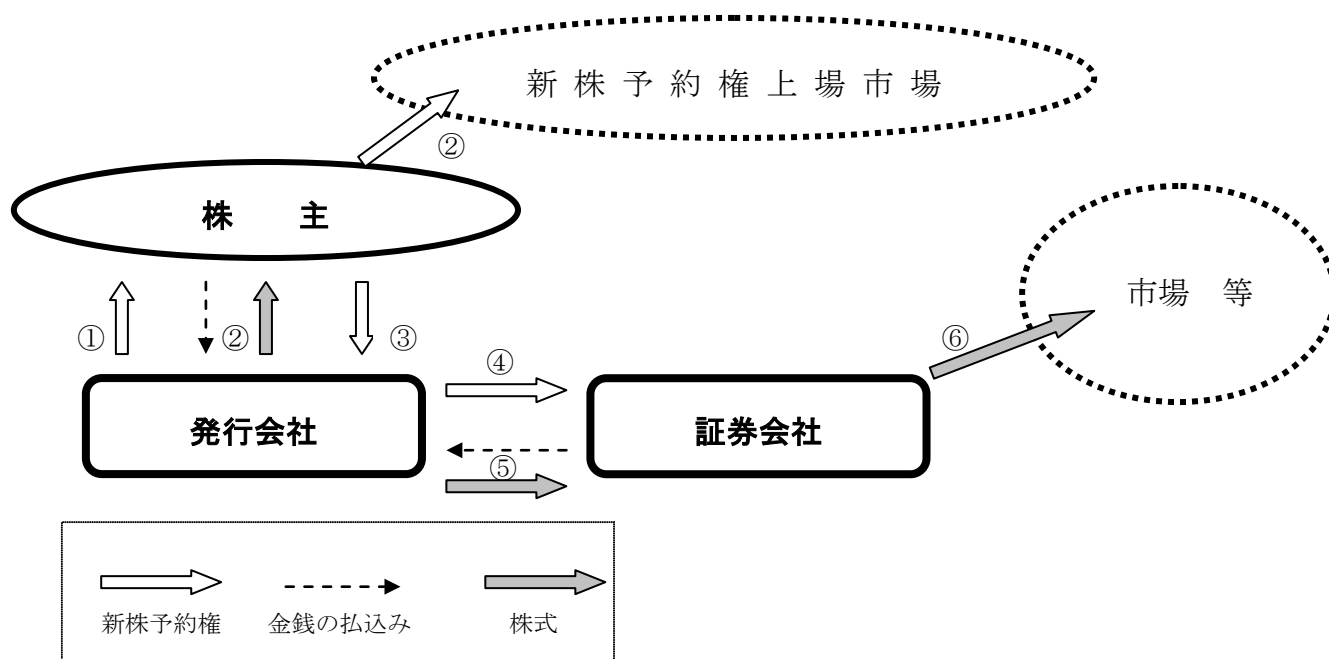
<sup>1</sup> 「ライツ・イシュー」と呼ばれることもあるが、本稿では「ライツ・オファリング」の表記に統一する。

<sup>2</sup> 金融庁が平成 23 年 1 月 19 日付で公表した「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～」(以下「開示制度 WG 報告」という。)1 頁。

<sup>3</sup> なお、下記 4 でも言及する通り、一般的には(大規模な)増資の事実自体が一時的な株価(ここでは株式の価格と割り当てられた新株予約権の価格を合算した金額)の下落の要因となるため、他の手法による増資の場合と同様に、そのような株価下落に伴う経済的な損失を株主が負担することになることは留意が必要である。

<sup>4</sup> 開示制度 WG 報告 1 頁。

【コミットメント型ライツ・オフアリングのスキーム例】



- ① 発行会社は、株主に対して会社法 277 条に基づく新株予約権無償割当てを実施する。発行された新株予約権は金融商品取引所に上場される。
- ② 新株予約権の割当てを受けた株主は、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。
- ③ 一定期間経過後、発行会社は、行使されなかった新株予約権を取得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。

このような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、コミット証券会社は株主が行使しなかった新株予約権を引き受けて行使することによって発行会社の株式を取得することとなり、その処分に伴うリスクを負うこととなる。そのため、コミット証券会社は、引受けにあたって事前にどの程度の株式を取得することになるか予測を行うために、株主(及び潜在的な株主となる投資家)の新株予約権の行使動向について把握したいという強いニーズがあると言われている。また、発行会社にとっても、ライツ・オフアリングを実施した後の株主構成を予測するため、特に大株主に新株予約権を行使する意思があるかどうかを事前に把握したいというニーズが

あると言われている<sup>5,6</sup>。

他方で、金商法に基づく届出を行う前に有価証券の募集を行うことは禁止されている(金商法4条1項。届出前勧誘の禁止)ところ、新株予約権無償割当ては、後述の通り、行政解釈上、「有価証券の募集」に該当すると整理されているようである。そのため、コミット証券会社が既存株主に対して新株予約権無償割当てを受けた場合の新株予約権の行使の意向の有無を調査すること等が、かかる届出前勧誘の禁止との関係で許容されるかという点が論点となっている。前述の通り、近時、金商法の改正を含めてライツ・オフリングに係る制度整備が進められているが、これまでのところ、ライツ・オフリングに対する届出前勧誘の禁止規制の適用関係に関しては、特段の立法的な手当てはなされていない。

そこで、以下、①そもそもライツ・オフリングにおける新株予約権無償割当てが金商法上の「取得勧誘」に該当すると解釈すべきか、②(新株予約権無償割当てが取得勧誘に該当するとした場合、)コミット証券会社が既存株主に対し事前に新株予約権の行使の意向の有無を調査することが取得勧誘に該当するかについて検討を行う。

## 2 新株予約権無償割当てが金商法上の「取得勧誘」に該当し得るか

有価証券届出書の提出前に有価証券の募集を行うことは禁止されており(金商法4条1項)、その違反については課徴金の対象となり(金商法172条)、また罰則が適用される(金商法197条の2第1号)。「有価証券の募集」とは、新たに発行される有価証券の取得の申込みの勧誘のうち一定のものであるが(金商法2条3項)、金商法及び関連政令・内閣府令においては「勧誘」の具体的な定義や基準は定められておらず、どのような行為が取得勧誘に該当するのか法令上は明らかではない。

この点につき、従前の学説及び行政解釈等においては、以下のような議論がなされている。

---

<sup>5</sup> ノンコミットメント型ライツ・オフリングにおいては、株主が新株予約権を行使するか否かが増資額に直結することとなり、発行会社にとって株主による新株予約権の行使動向を把握するニーズが生じることになる。

<sup>6</sup> さらに、大株主の新株予約権の行使動向は、他の新株予約権者にとっても新株予約権の行使の当否を判断するに当たって有益な情報であり、発行会社又はコミット証券会社が大株主の新株予約権の行使動向を把握した上でこれを公表することが、他の新株予約権者にとってのメリットとなることも指摘されている。もっとも、現行規制上、そのような株主の新株予約権の行使動向を公表することが発行会社等に義務付けられているわけではない。この点は、「第三者割当」(企業内容等の開示に関する内閣府令(以下「開示府令」という。))19条2項1号ヲの場合に有価証券届出書において「割当予定先の状況」を記載することが求められているため(開示府令第二号様式第一部第3・1)、制度上、届出前に割当予定先に関する調査確認が必要となることとは状況を異にするといえる。

## (1) 学説上の取得勧誘の定義

金商法上の勧誘とは、特定の有価証券についての投資家の関心を高め、その取得・買付けを促進することとなる行為をいうと説明されている<sup>7</sup>。

金商法は有価証券の発行価格・売価等が取引条件が未定の状態でも有価証券届出書の提出を認めて募集・売出しを行い得るものとしている(金商法 5 条 1 項但書)。そのため、金商法上の勧誘には、有価証券の発行価格・売価等の取引の条件を表示することが必要ではないのみならず、有価証券の募集・売出しに言及していることも必要ではないと解されている。従って、有価証券の募集・売出し自体に言及しなくても、特定の有価証券についての投資家の関心を高め、その取得・買付けを促進する効果のある行為は、有価証券届出書の公衆縦覧によって有価証券の投資判断に必要な重要な情報が完全に開示されてから行われる必要があり、金商法にいう勧誘に該当するものと解されている<sup>8</sup>。

## (2) 新株予約権無償割当てが取得勧誘に該当するかについての従前の議論

新株予約権無償割当てが実施された場合、株主は、新株予約権無償割当ての効力の生ずる日において自動的に新株予約権を取得することになる(会社法 279 条 1 項)。そのため、発行会社から投資家(株主)に対して新株予約権に関する特段の勧誘行為はなされていないとも思われるところ、新株予約権無償割当てが「取得勧誘」に該当し得るのかが論点となる。

### ア. ガイドラインの整理(新株予約権無償割当てが取得勧誘に該当するとの考え方)

金融庁が公表している平成 24 年 3 月付「企業内容等の開示に関する留意事項について(企業内容等開示ガイドライン)」(以下「企業内容等開示ガイドライン」という。)B2-3 は、「会社法第 277 条の規定による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」とし、新株予約権無償割当てを新株予約権証券の「取得勧誘」に該当するものとして取り扱うことを明記している。そのように取り扱う理由としては、「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

<sup>7</sup> 神崎克郎＝志谷匡史＝川口恭弘『金融商品取引法』(青林書院、平成 24 年)317 頁。

<sup>8</sup> 神崎＝志谷＝川口・前掲(注 7)317 頁。なお、前述の通り、有価証券の発行価格・売価等が取引条件が未定の状態でも有価証券届出書の提出を認めて募集・売出しを行い得るとされており、かかる見解が、最終的な投資判断を行うために必要となる一切の情報が開示されない限り、勧誘を行ってはならないということの意味するものではないと考えられる。

償割当てについては、取得勧誘に該当する」と説明されている<sup>9</sup>。

なお、企業内容等開示ガイドラインB2-4⑥は、一方で、「会社法第 185 条の規定による株式無償割当てにより株式を発行する場合」については、有価証券の募集とはならないとしている(また、株式無償割当てによる自己株式の移転に関してはB2-11③に同趣旨の記述がある。)。有価証券の募集に該当するか否かに関して、このように企業内容等開示ガイドラインが新株予約権無償割当てと株式無償割当てとを区別している理由については、新株予約権の場合には後でその行使により株式を取得し得ることを念頭においており、新株予約権を無償で割り当てれば取得勧誘に該当しないとすると、開示義務の潜脱を目的として新株予約権を無償で交付し、新株予約権を行使し行使価格を払い込んで株式を取得することが可能となるため、かかる行為を防ぐ意味合いを持っていると説明されている<sup>10,11</sup>。株式無償割当てと新株予約権無償割当ての取扱いを異にすべき本質的な理由は、株式無償割当てを受けた株主は特段の投資判断は必要とされないのに対して、新株予約権無償割当てを受けた株主は、新株予約権を行使するか否かの投資判断が必要とされる点にあると推測される<sup>12</sup>。

---

<sup>9</sup> 金融庁が平成 19 年 10 月 2 日付で公表した「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」1 頁。

<sup>10</sup> 金融商品取引法研究会『金融商品取引法研究会研究記録第 23 号 開示制度(Ⅰ)』(日本証券経済研究所、平成 20 年)34 頁[谷口義幸発言]。

<sup>11</sup> なお、金融庁が平成 14 年 3 月 12 日付で公表した「社債等登録法施行令等の一部を改正する政令案に対するパブリックコメントの結果について 証券取引法施行令改正案に対するコメントに対する考え方」では、「証券取引法において「有価証券の募集」は「新たに発行される有価証券の取得の申込みの勧誘」と定義されており、有償・無償は問わないものと考えています」という考え方が示されていた。この回答で有価証券の募集について「有償・無償は問わない」と説明されていたことと、現行の企業内容等開示ガイドライン B2-4⑥において株式無償割当てが有価証券の募集とはならないとされていることとの関係が明確ではないが、無償で有価証券を付与することについては取引の実質を踏まえて判断する必要があり、(新株予約権無償割当てのように)有価証券の募集に該当する場合もあれば、(株式無償割当てのように)有価証券の募集に該当しない場合もあり、一律に有価証券の募集に該当するわけではないという整理が、少なくとも現時点での金融庁の考え方ではないかと推測される。なお、現行の企業内容等開示ガイドライン B2-4⑥に相当する規定は、前掲(注 9)のパブリックコメントを受けて同ガイドラインの改正案に追加され、同改正は平成 19 年 10 月 1 日に実施されている。

<sup>12</sup> 会社による役員・従業員に対するいわゆるストック・オプションとしての新株予約権証券の付与(通常はそれ自体は無償で行われる。)についても、金商法は新株予約権証券の取得勧誘に該当し得るという前提に立ちつつ、当該新株予約権証券に譲渡制限が付され、かつ一定の範囲の役員・従業員のみに対して付与される場合には、(それらの者は発行者についての情報を既に入手し、又は容易に取得できるであろうという理由により)有価証券届出書の提出義務を免除している(金商法 4 条 1 項 1 号、金融商品取引法施行令 2 条の 12、開示府令 2 条 1 項、2 項。なお、企業内容等開示ガイドライン B4-2 参照)。

## イ. 新株予約権無償割当てが取得勧誘に該当しないとの考え方

上記ア. のような考え方に対しては、以下の理由で新株予約権無償割当てを取得勧誘と取り扱うのではなく、新株予約権の行使段階で開示規制を適用すべきであるとする見解がある<sup>13</sup>。

- 米国における 1933 年証券法 2 条 a 項 3 号においては、“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”との定義がなされているため、株主に新株予約権を無償で割り当てる段階では取得勧誘にはあたらないと解されている。これに対して、新株予約権を行使して株式を取得する際には対価を支払うため、新株予約権の行使に対する勧誘は取得勧誘にあたり、目論見書の交付が必要とされる。金商法においても、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、新株予約権無償割当てでは取得にあたらないとする解釈も可能ではないかと思われる。
- 実質的に考えても、新株予約権無償割当ての段階で、株主は投資判断に直面していないのに対して、新株予約権の行使段階では新株予約権を行使するか売却するかの投資判断に直面しており、投資判断に資する情報を欲している。従って、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。
- なお、新株予約権無償割当てを新株予約権行使と一体と見るという考え方は、新株予約権無償割当てを受ける既存株主には目論見書が交付される一方、市場で新株予約権を取得し行使しようとする者に対しては、(その時点では取得勧誘がないものとして)目論見書が交付されないという不都合がある<sup>14</sup>。

もともと、この考え方に対しては、以下の反論がある<sup>15</sup>。

- 新株予約権無償割当てであっても、新株予約権の行使に際しては有償となることから、新株予約権無償割当ての段階で、株式の有償取得(新株予約権の行使)についての勧誘があるとみてよい。

---

<sup>13</sup> 黒沼悦郎「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)」(大証金融商品取引法研究会報告(平成 23 年 10 月 28 日開催))4 頁。

<sup>14</sup> もともと、一方で、仮に権利行使の勧誘が募集にあたるとした場合に生じる問題として、①新株予約権の流通段階での買付け勧誘も権利行使の勧誘が含まれているとみられるため、募集にあたるのではないかという問題(新株予約権の流通段階においても、買付けを行う者に対して目論見書の交付が必要となり、実務が回らないのではないかという問題)や、②ライツ・オファリング以外で有償で新株予約権を公募発行した場合には、公募の際に目論見書の交付が必要なことに加え、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が指摘されている(黒沼・前掲(注 13)11 頁)。

<sup>15</sup> 黒沼・前掲(注 13)26 頁[前田雅弘発言]。

- ・ 新株予約権無償割当ての後に改めて行使の勧誘行為がなされないことも少なくないため、多くの場合で開示規制がかかってこないという問題がある。

また、(新株予約権無償割当ての場面で開示規制を適用するという結論の当否は別として)文理上、およそ株主に対して新株予約権を取得することの働きかけが行われない新株予約権無償割当ての場面において、新株予約権証券の「取得勧誘」が存在すると評価すること(さらには、株式無償割当てには「取得勧誘」はなく、新株予約権無償割当てには「取得勧誘」が存在すると評価すること)はやや技巧的な解釈であることは否定できないと考えられる。この点、金融商品取引業者等の行為規制においては「広告等」(金商法 37 条)と、「勧誘」(金商法 38 条 1 号~6 号、40 条 1 号)が区別されていることに照らすと、開示規制における「勧誘」は広く解されているといえるが、そのことを踏まえても、新株予約権無償割当てが新株予約権証券の取得勧誘に該当するとの行政解釈については、文理上疑問があることを述べる見解もある<sup>16</sup>。

### (3) 新株予約権無償割当てに類似する場面の取扱い(他益信託の受益権)

有価証券の取得という点で、新株予約権無償割当てと類似の状況が生じる場面として、他益信託によって受益者として指定された者が信託受益権を取得する場面があげられる。

すなわち、他益信託においては、信託行為の定めにより受益者となるべき者として指定された者は、原則として特段の行為を行うことなく、信託受益権を取得することとなる(信託法 88 条 1 項)。信託受益権は有価証券とされているところ(金商法 2 条 2 項 1 号)、他益信託が設定された場合に、受益者となる者が特段の行為を行ったり、委託者や受託者から働きかけを受けることなく、信託受益権(有価証券)を取得することになり得るといって、株主が特段の行為を行ったり、発行会社等から働きかけを受けることなく新株予約権の割当てを受ける新株予約権無償割当てと状況が類似しているとの評価ができる。

他益信託においては信託受益権に関する勧誘の事実行為がない以上、金商法上の「取得勧誘」を観念し得ず、開示規制の適用はないという評価もあり得ると考えられる。もっとも、金融庁が公表している平成 22 年 3 月付「特定有価証券の内容等の開示に関する留意事項について(特定有価証券開示ガイドライン)」A2-3 は、一般に他益信託が用いられるいわゆる日本版 ESOP スキームに関して、開示規制が適用されることを前提とした留意事項を示しており、受益者となる者が何らの働きかけを受けずに信託受益権を取得する場合であっても「取得勧誘」を観念し得るとの考え方を前提にして

<sup>16</sup> 松尾直彦『金融商品取引法〔第 2 版〕』(商事法務、平成 25 年)113 頁。

いると推測される。

このように、現行の開示規制の運用においては、新株予約権無償割当ての場面に限らず、有価証券の取得者に対する直接の働きかけが存在しないような場合においても、「取得勧誘」に該当し得るという考え方がとられているものと考えられる。

#### (4) 検討

新株予約権無償割当てについては、会社法上、既存株主による申込みなどの手続は予定されておらず(会社法 279 条 1 項)、投資家(既存株主)の判断が入る余地がないことから、素直な文言解釈としては、新株予約権無償割当てを新株予約権証券の「取得勧誘」と捉えるのは難しいように思われる。

一方で、新株予約権無償割当てを有価証券の取得勧誘に該当しないこととすると、割り当てられた新株予約権を行使することによる新株の取得を発行開示の対象として捕捉できないことになり<sup>17</sup>、開示規制に対する潜脱行為が容易に行われ得るという問題がある。従って、新株予約権無償割当ての場面において、開示規制を適用するという結論には合理性があるものと考えられる。しかしながら、新株予約権の行使の場面において、株式の取得勧誘に該当するものとして開示規制を及ぼすことも理論的(ないし政策的)にはあり得ると考えられ、新株予約権無償割当てを「新株予約権証券の取得勧誘」と技巧的に解する必然性は必ずしもないように思われる(また、立法によらずに現行の金商法の解釈運用としてそのような取扱いを行うことが、法令の解釈の枠内といえるのか必ずしも明確ではないと思われる。)

とはいえ、現行の実務においては、企業内容等開示ガイドラインに示された解釈運用を前提として対応を行わざるを得ないのが実態である。従って、立法論ないし政策論として新株予約権無償割当ての開示規制上の取扱いを明確にすることが期待されることは別論として、現行の実務との関係では、企業内容等開示ガイドラインに示されている通り、新株予約権無償割当てが新株予約権証券の取得勧誘に該当することを前提に、開示規制の適用関係を判断することが求められる。次項では、新株予約権無償割当てが新株予約権証券の取得勧誘に該当するという解釈を前提に、いかなる行為が「勧誘」に該当すると考えるべきか、特に既存株主に対して新株予約権の行使の意向を調査することが「取得勧誘」に該当すると考えるべきなのか、検討を行う。

---

<sup>17</sup> 企業内容等開示ガイドライン B2-4⑧は、「新株予約権証券…に付されている新株予約権の行使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しており、かつ、同 B2-11⑤は、「新株予約権証券…に付されている新株予約権の行使により株式を移転する場合」は有価証券の売出しとはならないとしている。



### 3 発行会社又は証券会社がどのような行為を行うと「勧誘」に該当するか

#### (1) 問題の所在

前述の通り、コミットメント型ライツ・オファリングにおいて、コミット証券会社には、引受けを行うにあたって事前にどの程度の株式を取得することになるか予測を行うために、また、発行会社にもライツ・オファリングを実施した後の株主構成を予測するため、それぞれ株主の新株予約権の行使動向について把握したいという強いニーズがあると言われている。また、ノンコミットメント型ライツ・オファリングにおいては、株主が新株予約権を行使するか否かが実際の増資額に直結することから、発行会社に新株予約権の行使動向を把握するニーズがある。株主による新株予約権の行使動向が事前に把握できず、これらのニーズを満たせないことになると、ライツ・オファリングの実施の可否・当否や、実施する場合の適正な条件を判断することが困難となる。

もともと、企業内容等開示ガイドラインに示されている通り、新株予約権無償割当てが新株予約権証券の取得勧誘に該当することを前提に、仮にコミット証券会社又は発行会社が新株予約権無償割当てに先立って既存株主の新株予約権の行使の意向を事前に把握するために行う行為が、新株予約権証券の取得勧誘に該当すると評価されると、そのような行為は金商法に基づく届出を行わない限り、実施できないことになる。その場合、ライツ・オファリングの実施の有無や条件が判断できない段階での有価証券届出書の作成、提出を強いられるということになり、結果として事前の有価証券届出書の提出が現実的な選択肢とならず、既存株主の新株予約権の行使の意向を事前に把握することはできないという結論になりかねない<sup>18</sup>。

そこで、ライツ・オファリングの実施に先立って既存株主<sup>19</sup>の新株予約権の行使の意向を事前に把握しようとするのが、どのような場合に新株予約権証券の取得勧誘に該当するといえるかが論点となる。この点を具体的に論じた文献等は見当であることから、勧誘の定義に関する議論を基に、以下検討を試みる。

---

<sup>18</sup> 実務上の対応としては、新株予約権無償割当てに先立ち既存株主の新株予約権行使の意向を把握するために発行登録制度を利用することの可能性を指摘する見解がある(鈴木克昌＝石井絵梨子＝峯岸健太郎＝宮田俊「金融商品取引法令改正後のライツ・オファリングの実務上の留意点」商事法務 1965号59頁)。

<sup>19</sup> 実務上、株式が流通することにより、ある時点における株主名簿上の株主として把握していた者が実際には株主ではなくなっていることがある。また、信託勘定などの名義で株式を保有することにより、名義上の株主と実質株主とが異なるケースがあり、このような場合に新株予約権の行使の意向の確認を行う対象として想定されるのは(把握できることを前提に)名義上の株主ではなく、実質株主である。これらの場合には、法的な(名義上の)「既存株主」ではない者に対して、意向確認を行う(行ってしまう)ことも考えられるが、以下ではこのような場合も含めて既存株主に対する意向確認に該当するものとして論じることとする。

## (2) 勧誘の意義

金商法上の取得勧誘とは、上記 2(1)の通り、特定の有価証券についての投資家の関心を高め、その取得を促進することとなる行為をいうと説明されているが、その外延は必ずしも明確とは言えない状況にある。

この点、潜在的投資家に対し直接的に新たに発行される特定の有価証券の取得を勧める行為(「有価証券を取得しないか」と端的に勧めること)が取得勧誘にあたることは明らかと思われる。

さらに、金商法上の取得勧誘は、有価証券の発行価格等の取引の条件を表示することが必要ではないのみならず、有価証券の募集に言及していることも必要ではないと解されていることから、直接的に有価証券を取得することに言及していないような場合に、いかなる行為を行うと投資家の関心を高め「その取得を促進する」行為に該当するのかが論点となる<sup>20</sup>。

この点、まず、投資家に対して提供される情報の内容が有価証券の取得を促進する性質のものである場合は、取得勧誘に該当し得ると考えられる。

また、学説上は、金融商品取引業者が、ある有価証券について、比較的定期的に刊行してきた多くの有価証券に関する情報を記載した文書に他の有価証券に関するものに比較して特に詳細でない情報を表示することは勧誘に該当しないが、比較的定期的に刊行してこなかった文書に引受予定の有価証券に関する情報を記載し、多くの有価証券に関する情報を記載しない文書に引受予定の有価証券に関する情報を記載し、あるいは引受予定の有価証券に関して特に詳細な、もしくは目立つ形式の情報を記載して提供することは勧誘に該当する旨が説明されている<sup>21</sup>。かかる見解は、特定の有価証券を投資対象として示唆するような情報を提供することなどにより、投資家に多数の有価証券の中で当該有価証券を投資対象として意識させることが、当該有価証券の取得を促進することになり、勧誘に該当するという趣旨であると推測される。この見解によれば、投資家に提供される情報の内容や投資家に対する行為の態様が、発行が予定される特定の有価証券への投資家の関心を高めるものであれば、取得勧誘に該当し得ることになるとと思われる。

---

<sup>20</sup> 企業内容等開示ガイドライン B4-1 は、勧誘に該当する行為の具体例として、募集又は売出しに関する文書の頒布、株主等に対する増資説明会における口頭による説明、及び新聞、雑誌、立看板、テレビ、ラジオ、インターネット等により、有価証券の募集又は売出しにかかる広告をすることを挙げている。しかしながら、これは、情報提供の手段について例示したものと思われ、情報の内容や行為態様の面からみて勧誘に該当するか否かは、別途検討されるべきである。

<sup>21</sup> 神崎=志谷=川口・前掲(注 7)319 頁。

### (3) 新株予約権無償割当てについての検討

以下、上記(2)の視点から、新株予約権無償割当ての実行前にコミット証券会社又は発行会社が既存株主の新株予約権の行使の意向を確認する行為が、取得勧誘に該当するかを検討する。

なお、新株予約権無償割当てを取得勧誘として捉える場合、新株予約権を取得させる側面と、取得した新株予約権を行使させることにより新株を取得させる側面があるため、以下では両側面に分けて検討する。

#### ア. 新株予約権を取得させる側面について

まず、コミット証券会社又は発行会社が既存株主の新株予約権の行使の意向を確認する行為について、新株予約権の取得への影響に関して検討すると、新株予約権無償割当てが実行された場合において、既存株主は、その意図と関係なく新株予約権を取得することになることから、コミット証券会社又は発行会社がどのような内容の情報を提供した場合であっても、また、いかなる態様の行為をしたとしても、既存株主による新株予約権の取得との関係では影響は生じず、新株予約権の取得を促進することにはならないと考えられる。

#### イ. 新株を取得させる側面について

##### (ア) 提供される情報の内容

コミット証券会社又は発行会社が既存株主の新株予約権の行使の意向を確認する行為について、新株予約権を行使することにより新株の取得をすることへの影響に関して、まず、提供される情報の内容の面から、新株の取得を促進させることになるか否かを検討する。

ここで、ライツ・オフリングにおいて新株予約権無償割当てを受けた株主が新株予約権についてとり得る行動の選択肢としては、①新株予約権を行使する、②新株予約権を市場で売却する、③何もしない(その場合には取得条項により当該新株予約権が発行会社に取得されるか、そのまま失効することになる)の3通りが想定される。株主は、その選択により、①の場合は(追加出資を行った上で)株式を、②の場合は新株予約権の売買代金を、③の場合は取得対価(もしあれば)を得ることになる。

株主は、追加出資の負担を踏まえても、株価の上昇や将来の配当など自益権から得られる経済的利益が期待できると判断した場合や議決権などの株主権を行使するために持分割合を維持したいと判断した場合に、①の新株予約

権の行使を選択することになると考えられる。

かかる観点からみれば、コミット証券会社又は発行会社が既存株主の新株予約権の行使の意向を確認する行為が、例えば、発行会社の業績の好調、業績予想の上方修正、配当の増加など株式の経済的価値に関わるものであって、一般の株主には入手が不可能あるいは困難であり、コミット証券会社が提供しない限り了知できないような情報の提供を伴う場合には、当該行為は新株予約権の行使による新株の取得を促進する行為となり得ると考えられる。しかしながら、そのような情報の提供を伴わず、かつ、新株予約権の行使を直接的に促すものでない限りは、情報提供の観点から新株の取得を促進する行為とはいえないと考えるのが合理的であると考えられる。なお、コミット証券会社又は発行会社が提供する情報が、株式の経済的価値に関わるものであったとしても、周知のものであったり、一般的に入手可能なものであれば、コミット証券会社又は発行会社の行為によって株主に新株の取得を促進させることにはつながらないと評価することができると考えられる。

#### **(イ) 行為の態様**

次に、意向調査に伴って提供される情報の内容が新株の取得を促進することにつながらない場合であっても、コミット証券会社又は発行会社が既存株主に新株予約権を行使する意向があるかを確認する行為の態様の面から新株の取得を促進するものであるとすれば、意向調査が「取得勧誘」に該当する可能性があるものと考えられる。

この点、前述の通り、投資家(既存株主)に多数の有価証券の中で特定の有価証券を投資対象として意識させるものであれば、当該有価証券の取得を促進するものとして、取得勧誘に該当し得ると考えられる。そのため、コミット証券会社又は発行会社が既存株主に対し、新株予約権が割り当てられた場合にこれを行使する意向があるかを確認すること自体、既存株主の発行会社株式に対する関心を高め、投資対象として意識させる効果が生じることになるという評価も否定できないと考えられる。

しかしながら、新株予約権無償割当てが実行された場合、新株予約権を割り当てられる相手は既存株主に限定され、既存株主は強制的に新株予約権を行使するか否かの意思決定が求められることになる。そのような場合を仮定してコミット証券会社又は発行会社が既存株主に対し新株予約権の行使の意向を尋ねたとしても、そのことをもって発行会社の株式に対する既存株主の投資対象としての関心を高めることにはつながらないと評価することに合理性があるものと考えられる。

## (ウ) 公募の場面との相違

国内市場における引受けを伴う上場株式の一般向け公募においては、需要動向の調査が「勧誘」に該当するか明確ではなく、届出前勧誘禁止規制への抵触の判断基準が明確ではないことから、原則としてプレ・ヒアリングを行わないこととされている<sup>22</sup>。このこととライツ・オファリングにおいて既存株主に新株予約権を行使する意向があるか確認することの関係については、次のように考えることができるのではない。

まず、上記(イ)で述べたことの繰り返しとなるが、株式の一般向け公募においては、当該株式に対する投資判断を行い得る潜在的な投資家は限定されておらず、特定の有価証券についてプレ・ヒアリングを行うこと自体が、プレ・ヒアリング先の当該有価証券に対する関心を高め、当該有価証券の取得を促進する行為と評価される蓋然性が(相対的に)高いといえる一方で、新株予約権無償割当てにおいては公募の場合とは異なり、新株予約権を割り当てられる相手は既存株主に限定され、既存株主は新株予約権の行使の意思決定を強制される立場にあることから、割当てがあつた場合に新株予約権を行使する意向があるかを確認したとしても当該株式の取得に対する関心を高めることにはつながらないと評価し得ると考えられる。

次に、新株予約権無償割当てと開示規制の適用関係については、金融庁より「新株予約権の行使時の払込みを含めて考える必要」があるという説明がなされているが、あくまでも募集の対象は新株予約権証券であると整理されており、直接的には、新株予約権の行使の動向を確認することが、募集対象となる有価証券の取得の関心を高めるものではないといえることができる。

以上からすると、上場株式の一般向け公募におけるプレ・ヒアリングよりも、ライツ・オファリングの場面において新株予約権無償割当てに先立って既存株主に権利行使の意向を確認する行為の方が、「取得勧誘」に該当すると評価される蓋然性が低いと解することは十分に可能であると考えられる<sup>23</sup>。

## (エ) 小括

以上の通り、新株予約権無償割当ては、新株予約権の無償による取得の面と、(その後の新株予約権行使による)新株の有償による取得の面を有してい

<sup>22</sup> 金融法委員会「金融商品取引法の開示規制上の「勧誘」の解釈を巡る現状と課題」16頁。

<sup>23</sup> なお、本稿において上場株式の一般向け公募におけるプレ・ヒアリングと開示規制との関係について何らかの意見を述べるものではなく、ここでは、あくまでもライツ・オファリングにおける既存株主の意向確認が相対的に「取得勧誘」に該当すると評価される蓋然性が低いことを述べるものに過ぎない。

るところ、後者に着目すると、事前に既存株主に対して接触を行うことは、新株の取得を促進するものと評価され、取得勧誘に該当するとされる可能性があることは否定できない。

しかしながら、ライツ・オフリングの場面において、コミット証券会社又は発行会社が単に既存株主に新株予約権を行使する意向があるかを確認する行為は、既存株主に発行会社の株式を投資対象として意識させるものではなく、従って、株式の経済的価値に関わるものであって、コミット証券会社が提供しない限り一般株主が了知できないような情報の提供を伴う場合を除き、当該行為は有価証券の取得勧誘には該当しないと整理することも十分に可能である<sup>24</sup>。

## ウ. 望まれる対応

ライツ・オフリングと同じ株式や新株予約権の募集の場面としては、第三者割当てがあげられるが、第三者割当てにおける取得勧誘については、以下に述べる通り、ガイドラインによる解釈運用が示されている。

従前から、第三者割当ての場合には、発行会社が有価証券届出書提出前に割当予定先との間で、接触、交渉及びDue Diligenceなどを行う実務慣行があり、かかる行為は第三者割当てを円滑に実施するために必要と考えられてきた<sup>25</sup>。そのため、平成 21 年の企業内容等開示ガイドラインの改正により、B2-12 として、一定の場合に該当するときは<sup>26</sup>「割当予定先を選定し、又は当該割当予定先の概況を把握することを目的とした届出前の割当予定先に対する調査、当該第三者割当ての内容等に関する割当予定先との協議その他これに類する行為は有価証券の取得勧誘又は売付け勧誘等には該当しないことに留意する」との解釈運用の明確化が図られたものである。

この点、企業内容等開示ガイドラインB2-12 は、第三者割当てのうち「割当予定先が限定され、当該割当予定先から当該第三者割当てに係る有価証券が直ちに転売されるおそれが少ない場合」のみを対象として取得勧誘に該当しないという考え方を示すものである。一方で、ライツ・オフリングにおいては、発行会社の

---

<sup>24</sup> 届出前勧誘の禁止の趣旨については、「有価証券届出書の公衆縦覧によって有価証券の投資判断に必要な重要な情報が完全に開示されるまで勧誘行為を認めないという趣旨」とであると説明されているが(神崎=志谷=川口・前掲(注 7)317 頁)、既存株主に新株予約権を行使する意向があるかを確認するに留まる限り、かかる規制趣旨に抵触することにはならないと考えられる。

<sup>25</sup> 金融法委員会・前掲(注 22)18 頁。

<sup>26</sup> 具体的には、開示府令 19 条 2 項 1 号ヲに規定する「第三者割当」を行う場合であって、割当予定先が限定され、当該割当予定先から当該第三者割当てに係る有価証券が直ちに転売されるおそれが少ない場合(例えば、資本提携を行う場合、親会社が子会社株式を引き受ける場合等)。

全株主に新株予約権が割り当てられるため割当予定先が限定されず、また転売制限を付すことも想定されないことから、企業内容等開示ガイドラインB2-12 を直接ライツ・オファリングに当てはめることは難しいと思われる<sup>27</sup>。

もっとも、企業内容等開示ガイドラインB2-12 は規制潜脱的ではない行為類型を要件化し、開示規制の適用対象とならないことを明示することによって、政策的に過剰な規制の適用(及び規制の適用可能性があることに伴う萎縮効果)を回避することを意図したものと考えられる。かかる第三者割当ての場面と、ライツ・オファリングにおける既存株主の新株予約権の行使の意向を確認する行為とでは状況を異にし、取得勧誘に該当しないと解釈するための理論的な根拠は異なると考えられるが<sup>28</sup>、開示規制の適用対象とならないことを明確化することにより実務の円滑化に資するという点は共通するといえる。そこで、ライツ・オファリングにおける既存株主の新株予約権の行使の意向を確認する行為のうち、ここまで述べてきた通り有価証券の取得勧誘には該当しないと整理することが可能である行為について、本稿における議論も参考に、規制潜脱的とならない範囲で取得勧誘に該当しない行為類型を要件化し、ガイドラインにより明示すべきことを提言したい。

#### 4 補論—インサイダー取引の抑止

届出前勧誘の禁止規制とは異なる論点であるが、ライツ・オファリングの実施の公表に先立って既存株主に新株予約権の行使の意向を確認することは、未公表情報の提供を伴うことになることから、インサイダー取引を抑止するという観点にも留意する必要がある、以下若干の補足を行う。

近時、公募増資が行われるとの情報を事前に証券会社の職員などから得た者が、増資に伴う株価の下落を予測して、当該公募増資を予定している会社の株式を空売りし、増資発表後、株価が下落したところで当該株式を買い戻すという、いわゆる増資インサイダー取引を行ったことにより課徴金納付命令が出された事例や、職員が公募増資に係る情報を漏洩した証券会社に対して業務改善命令が出された事例が存在する。このような状況も踏まえて、金融審議会「インサイダー取引規制に関するワーキング・グループ」で情報伝達行為に対する規制の在り方を含めたインサイダー取引規

---

<sup>27</sup> なお、ライツ・オファリングにおいても事前に既存株主に新株予約権を行使するか否かの意向を確認するニーズがあることから、企業内容等開示ガイドライン B2-12 の規定に準じて、事前に発行会社が大株主との間で行う協議や意向確認は、常に届出前勧誘規制に抵触すると形式的に考える必要はないとする見解もあり(鈴木克昌＝峯岸健太郎＝根本敏光＝前谷香介「ライツ・イシューの実務上の諸問題[下]」商事法務 1897 号 45 頁)、このような考え方は実務のニーズに即したものと評価することができる。

<sup>28</sup> 但し、企業内容等開示ガイドライン B2-12 が定める要件を満たすことにより取得勧誘に該当しないと解釈することができる理論的な根拠は必ずしも明確ではない。

制の見直しが検討され、平成 24 年 12 月 25 日に同ワーキング・グループがとりまとめた「近年の違反事案及び金融・企業実務を踏まえたインサイダー取引規制をめぐる制度整備について」では、インサイダー取引規制の規制対象者である会社関係者が情報伝達・取引推奨する行為について、①「取引を行わせる目的」等という主観的要件及び②不正な情報伝達・取引推奨が投資判断の要素となって実際にインサイダー取引が行われたことという取引要件を満たす場合には、刑事罰・課徴金の対象とすることが提案されている。

ライツ・オフアリングも、公募増資と同じ増資の一形態であり、新株予約権の行使価格が株式の時価よりも低い価格として設定されることにより株価が下落することに加えて、一般的には(大規模な)増資の事実自体が一時的な株価下落の要因となる。そのため、ライツ・オフアリングにおいて、その公表前に既存株主に対して新株予約権行使の意向調査を行った場合、公表前にライツ・オフアリング<sup>29</sup>の実施の事実(又は蓋然性)を知った既存株主が、増資インサイダー取引の場面と同様に、ライツ・オフアリングの実施に伴う株価の下落を予想して不公正取引を行う懸念があると考えられる。

そのようなインサイダー取引を抑止し、市場に対する投資者の信頼を維持する観点から、ライツ・オフアリングを実施しようとする発行会社や、引受けを行うコミット証券会社は、既存株主に新株予約権の行使の意向を確認しようとする場合に、(インサイダー取引等の不正取引を行わせる目的で情報伝達・取引推奨する行為を行わないことは当然として、それに加えて)インサイダー取引を抑止するための措置をとることが求められる。

この点、金融商品取引業者等に対しては、上場会社の株式等の募集に際して、投資者の需要の見込みに関する調査を行う場合に、法人関係情報の漏洩を防止するための一定の措置をとることを内容とする行為規制が適用される(金商法 38 条 7 号、金融商品取引業等に関する内閣府令 117 条 1 項 15 号)。また、このような投資者の需要の見込みに関する調査については、日本証券業協会においても自主規制<sup>30</sup>を定めている。ライツ・オフアリングにおいて既存株主に新株予約権の行使の意向を確認することが、金融商品取引業等に関する内閣府令 117 条 1 項 15 号の対象となる投資者の需要

---

<sup>29</sup> 平成 24 年 4 月 1 日に施行された金商法の改正により、新株予約権無償割当ての決定がインサイダー取引規制の対象となる重要事実として列挙されることとなった(金商法 166 条 2 項 1 号ホ)。かかる改正の理由については、「新株予約権無償割当てについても、ライツ・オフアリングに利用される場合には、株式や新株予約権の募集と同様に会社の資金調達の手法の 1 つであり、また、株式無償割当てと同様に株式の流通性に影響を与えるものでもある」ため、「こうした新株予約権無償割当てに関する決定は、一般に、投資者の投資判断に重大な影響を及ぼす可能性が高い事項であると考えられる」と説明されている(古澤知之ほか『逐条解説 2011 年金融商品取引法改正』(商事法務、平成 23 年)204 頁)。

<sup>30</sup> 日本証券業協会「協会員におけるプレ・ヒアリングの適正な取扱いに関する規則」(平成 18 年 12 月 1 日)。



の見込みに関する調査に該当するか必ずしも明確ではないが、当該規制が直接適用されるか否かにかかわらず、コミット証券会社は、これらの規制に従って(あるいは準じて)、法令遵守管理部門による事前承認や既存株主との間の取引制限に関する契約の締結等といった対応を行い、法人関係情報の漏洩を防止し、インサイダー取引を抑制することが適切であると考えられる。

さらに、これらの規制は金融商品取引業者等に適用される規制であり、発行会社を名宛人とするものではないが、ライツ・オファリングにおいて発行会社が自ら既存株主に対して新株予約権行使の意向について調査する場合には、当該既存株主によるインサイダー取引を誘発することがないように、発行会社は、上記コミット証券会社と同様の対応を行うことが適切であると考えられる<sup>31</sup>。

以 上

---

<sup>31</sup> なお、本稿はライツ・オファリングにおける意向調査の特殊性からインサイダー取引の抑止の重要性を指摘するものであり、それ以外の場面における会社と株主の間のコミュニケーションに関して何らかの意見を述べるものではない。