HOKKAIDO UNIVERSITY

Title	ライツ・オファリングをめぐる制度整備と既存株主の利益保護
Author(s)	荻野, 昭一
Citation	經濟學研究, 64(2), 1-26
Issue Date	2014-12-09
Doc URL	https://hdl.handle.net/2115/57550
Type	departmental bulletin paper
File Information	ES64(2)_1.pdf



Hokkaido University Collection of Scholarly and Academic Papers : HUSCAP

経済学研究 64－2
北海道大学 2014.12

ライツ・オファリングをめぐる制度整備と既存株主の利益保護

荻 野 昭 一

1．はじめに

株式会社によるエクイティ・ファイナンスは，資金需要と市場環境に即応して，迅速かつ機動的な資金調達ができることが重要となる。他方，既存株主の保有する株式の持株比率や経済的価値に影響を与える可能性があることから，既存株主の利益保護のための要請も強く求められる。

このような要請の下，我が国においてライツ・オファリングは，平成22年に初めて実施されて以来，一連の制度整備の進展と併行して平成26年6月末までにおいて25件の事例が認められている。

ライツ・オファリングは，発行会社がすべての株主に対して譲渡可能な新株予約権をその持分割合に応じて無償で割り当て，その権利行使を受けて新株を発行するという増資手法である[1)]。第三者割当増資や公募増資によって既存株主の利益を損なうような事例が多発したことを契機として，一連の制度整備を伴い，既存株主の利益に配慮したライツ・オファリングが，上場会社の新たな資金調達手段として選択肢に加わった。しかしながら，ライツ・オファリングは，現在も我が国資本市場において十分に周知性のある資金調達手段とはみられていない[2)]。それどころか，公募増資や第三者割当増資では資金調達できない上場会社による資金調達の最終手段とまで評されている[3)]。それは，これまでに実施されたライツ・オファリングの事例の中には，既存株主の利益に配慮したとはいい難いものが多数みられるためである。

本稿においては，このような問題意識の下に，ライツ・オファリングをめぐる一連の制度整備の状況を整理した上で，実際に行われた事例を踏まえ，ライツ・オファリングが既存株主の利益に配慮した資金調達手段として適合しているかについて論考するものである。なお，本稿において，ライツ・オファリングはそのスキームの性格から，上場会社を念頭においたものとする。

2．ライツ・オファリングに対する期待

（1）ライツ・オファリング注目の背景

会社法は，公開会社における募集株式の発行について，有利発行に該当しない限り，株主の直接の関与なく取締役会の決議のみによって発行することを可能とする（会社法201条1項）。これにより，発行会社の資金需要と市場環境に即応した機動的な資金調達を可能にしているが，一方において，募集株式の発行は，持株比率の低下や経済的価値の下落といった形で既存株主の権利や利益に影響を及ぼす可能性を有している。

1）大崎貞和[2014]「ライツ・オファリングをめぐる現状と諸問題」『ジュリスト』1470号，p.28。
2）大崎貞和[2014]「ライツ・オファリングをめぐる上場制度見直しの動き」『NRI内外資本市場動向メモ』254号，p.4。
3）佐藤寿彦・谷川聡・徳田安崇[2013]「成長戦略なき資金調達の道具にしてはならない」『金融財政事情』3048号，p.24。

そのため，会社法は，持株比率の低下の限界を画するため，発行可能株式総数の限度を発行済株式総数の 4 倍とするほか（会社法 113 条 3 項），著しく不公正な方法による募集株式の発行を株主の差止事由としている（同法 210 条 2 号）。さらに，既存株主の保有する株式の経済的価値の下落に関し，募集株式の割当てを受ける者に特に有利な払込金額による募集株式の発行を株主総会の特別決議事項としている（会社法 199 条 2，3 項）。

このような会社法制の下，ライツ・オファリングが注目されるようになった背景には，我が国上場会社による増資をめぐる投資者の不満・批判が高まったという事情[4]と，これを踏まえた海外投資家からの強い要望[5]があった。一般に増資の手法は，新株を引受ける者の属性によって，①すべての株主が新株を引受ける株主割当て，②特定の第三者が新株を引受ける第三者割当て，③不特定・多数の者が新株を引受ける公募の三つに区分できる。

このうち，株主割当増資は，昭和 40 年代半ば頃までは比較的高い割合で実施されていたが，近年はほとんど実施されておらず[6]，第三者割当増資と公募増資が中心となっている[7]。

株主割当増資は，既存株主にとって，割当てを受ける権利を行使することによってその有する株式数に比例した募集株式を引き受けることができることから，持株比率が維持できるのみならず，払込金額の高低を問わず経済的価値も維持することができるため，既存株主の利益保護に最も手厚い増資手法とされる[8]。ただし，資金調達先が既存株主に限定されるので，大規模な資金調達手段としては限界があり，また，既存株主が払込みに応ずるか否かが不確定なため，あらかじめ調達額が不安定であるなどの点が指摘されている[9]。

第三者割当増資は，特定の第三者から会社に必要な財産を現物出資として受けることができることや，経営参加や資本提携等によって関係強化を図ることなどの目的で行われるニーズがある。一般に第三者割当増資は，資金調達に必要な期間が短い一方で，既存株主の持株比率を維持できないのみならず，株主構成や支配権に与える影響が大きいことが指摘されている[10]。また，払込金額が公正な価額よりも低い場合には，経済的価値が害されるなど既存株主の利益保護の必要性が大きい増資手法と評価されている[11]。近年，第三者割当増資をめぐって，既存株主の大幅な持株比率の希釈化や支配権の移動を伴うような大規模な増資，及び割当先が不透明な増資事例が問題視された[12]。

4）大崎貞和［2011］「ライツ・オファリングの円滑化へ向けた制度改革」『NRI 内外資本市場動向メモ』177 号，p.2。
5）例えば，第三者割当増資に伴う希釈化への批判を踏まえ，既存株主の優先的新株引受権の採用が提言された（エイシアン・コーポレート・ガバナンス・アソシエーション［2008］「日本のコーポレート・ガバナンス白書」（2008 年 5 月）参照）。
6）平成 13 年の商法改正によって株式の額面制度が廃止され，株式はすべて無額面に統一されて株主割当額面発行（および中間発行）方式は消滅した（小林和子［2013］「証券史のなかのライツ・オファリング」『金融財政事情』3049 号，p.49）。もっとも，上場会社以外の場合は，株主が持株比率の維持に関心が高いことや株式に市場価格がないために公正な払込価格の決定が困難であることなどから，通常は株主割当ての方法による（江頭憲治郎［2014］『株式会社法第 5 版』有斐閣，p.705）。
7）石塚洋之・伊藤昌夫［2010］「新株予約権証券の上場制度を利用したライツ・イシューの考察」『商事法務』1902 号，p.16。
8）吉本健一［2013］神田秀樹編『会社法コンメンタール 5 株式（3）』商事法務，p.10。ただし，割当てに応じない既存株主は，持株比率の低下のみならず市場価格の調整による株価下落に伴う経済的価値の損失を被る可能性がある。
9）同上 p.36。
10）鈴木克昌ほか［2014］『エクイティ・ファイナンスの理論と実務（第 2 版）』商事法務，p.463。
11）吉本，前掲注 8）p.10。
12）金融審議会金融分科会我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ報告「上場会社等のコーポレート・ガバナンスの強化に向けて」（平成 21 年 6 月 17 日）p.3。

公募増資は，市場を通じて広く一般投資者を対象として資金調達をすることから，大規模な資金調達の手段として利用されている。一般に公募増資は，時価を基準として払込金額を決定するため市場環境や株価動向の影響を受けやすいこと，及び払込金額の公正性の程度や資金調達額の規模によって株式に大きな希釈化が生ずる可能性があることが指摘されている[13]。近年，大規模な公募増資に伴う既存株主の持株比率の希釈化や株価の下落がみられたことや，市場におけるいわゆる増資インサイダー疑惑が注目されたことにより，公募という増資手法のイメージ低下が問題視された[14]。

株主が経営者に対して会社経営を負託する会社法制の下では，議決権を通じた経営者への監督が株主から経営者に対する極めて重要なコントロール手段であるにもかかわらず，その根源たる議決権がある日突然縮減され，さらには，経営者の視点から都合のいい大株主が選択されることにより，経営者へのコントロールが機能しなくなるような事態に陥ることは，会社法制の根幹にかかわる重要問題である[15]。すなわち，これらの増資をめぐる一連の諸問題は，株主権が尊重されない典型的な場面として認識されることとなった[16]。

（2）ライツ・オファリングの位置付け

こうした中，既存株主の利益に配慮した増資手法であるライツ・オファリングが従来型の資金調達手段とは異なる手段として注目され始め，その運用への期待が高まった。ライツ・オファリングは，会社法上の新株予約権無償割当てを利用した増資手法である[17]ところ（会社法

13）鈴木ほか，前掲注10）p.463。

14）大崎，前掲注4）pp.2－3。

15）宇都宮純子[2009]「上場制度整備懇談会「安心して投資できる市場環境等の整備に向けて」の概要」『商事法務』1868号，p.17。

16）なお，東京証券取引所は，上場制度整備懇談会（上場整備に当たり，多様な利害関係者の意見を踏まえ，透明性の高い検討を行うことを目的として平成18年9月に東証に設置された懇談会）の提言を受けて，有価証券上場規程等の改正を行っている（平成21年8月24日施行）。主な改正点として，①希釈化率が300%超の第三者割当てに係る決議又は決定を行ったときは原則上場廃止（300%超の希釈化については，既存株主の権利を著しく害するものであり，市場の信頼性への影響が重大であることから上場廃止措置を背景として事実上300%超の希釈化を廃止）（上場規程601条1項17号，同施行規則601条13項6号），②第三者割当てにより支配株主が異動した場合において，3年以内に支配株主との取引に関する健全性が著しく毀損していると東証が認めるときは上場廃止（不透明な割当先に新株等が割り当てられる事案への対応として位置づけられており，支配株主に異動が生じる場合において当該支配株主との間で不当な取引等が行われていないかについて，事後的に確認するプロセスを設けて，株主・投資者保護及び市場の信頼性の観点から問題が大きい場合の上場廃止措置）（上場規程601条1項9号の2），③第三者割当てのうち25%以上の希釈化を伴う場合や優先株式・新株予約権の転換又は行使などにより支配株主が異動する見込みがある場合について，経営者から一定程度独立した者による第三者割当ての必要性及び相当性に関する意見の入手（上場規程432条1号）又は第三者割当てに係る株主総会などによる株主の意思確認（同条2号）の手続きの実施（議決権を安易に希釈化することや会社にとって大株主の選択がなされることは基本的には望ましいとはいえないとの考え方に基づき，株主への影響が大きい25%以上の希釈化や支配権の移動がある場合については，当該第三者割当てについて株主の納得性を増すための手続きを課すという観点。なお，これらの手続的規制は，緊急性の高い場合には例外を認めている（上場規程432条ただし書））等が整備された。

17）新株予約権無償割当ては会社法制定によって新たに設けられた制度であるが，その導入の理由について会社法の立案担当者によれば，株主割当てによる新株発行・自己株式処分に関して会社法施行前の旧商法において認められていた株主の新株引受権のうち，譲渡不可能なものの割当てに相当する手続きのみを会社法（202条1項）の下でも維持したうえで，譲渡可能なものについては株主に対する新株予約権無償割当てという制度を導入することによって同様の結果を実現することを意図したものとされる（相澤哲著編[2006]「立案担当者による新・会社法の解説」『別冊商事法務』295号，p.55）。

277 条），新株予約権は原則として譲渡可能であり（同法 254 条１項），また，新株予約権の上場制度も存在していたことから，ライツ・オファリングの実施は従来から不可能ではなかったものの，実務的な観点から制度的な障害が多いと指摘されていた[18]。募集新株予約権を株主割当てによって無償で発行することでも同様の効果を生じさせることができるが，この場合には引受けの申込みが個々の株主の意思に依存することになるのに対し，新株予約権無償割当ては株主の意思にかかわりなく強制的に新株予約権を割り当てることができるため[19]，円滑な手続きに資する。なお，ライツ・オファリングが株主割当てと実質的に異なる点は，その新株予約権を金融商品取引所に上場して売買を可能にしたスキームを含有する点である[20]。伝統的な株主割当てに対して，新株予約権の取引市場が存在することが大きな違いであり，既存株主には新株予約権の権利行使に加えて市場売却の選択肢が存在する。すなわち，市場売却の結果，新株予約権を取得した多数の投資者による出資が見込まれるという観点からは，公募に近い性質を有することとなる[21]。

また，金融商品取引法（以下「金商法」という。）上，新株予約権無償割当ては新株予約権の取得勧誘に該当するとされており（開示ガイドライン B２－3），ライツ・オファリングは有価証券の募集として発行開示規制の対象となる[22]。

我が国においては馴染みの薄かったライツ・オファリングであるが，欧州では大規模な増資についてはライツ・オファリングが広く利用されている一方で，米国ではあまり実施されていないという傾向がみられる[23]。両者の違いは基本的な会社法体系の相違にあると説明される[24]。すなわち，英国の会社法上は，株主に対する優先的新株引受権が原則とされており，これを排除するためには株主総会の決議が必要となる。これに対し，米国のデラウェア州会社法も株主の新株引受権は認められているものの，基本定款に明記した場合にのみ与えられる権利であり通常は定められていない。換言すれば，英国を中心とする欧州諸国[25]は，新株予約権を原則とし，これを排除するためには株主総会の決議を必要とするのに対し，米国では，新株予約権を例外とし，これを行うためには基本定款への記載を必要とすることになる。

（３）ライツ・オファリングの種類

ライツ・オファリングは大きく２つのスキームが想定されており，発行会社と証券会社との間でコミットメント契約（新株予約権を取得した者が当該新株予約権の全部又は一部について権利行使しないときには，当該行使しない新株予約権を有償で取得して自己又は第三者が当該新株予約権を行使することを内容とする契約）が締結され，権利行使期間中の一定の時期

18）大崎，前掲注１）p.29。
19）吉本健一[2009]江頭憲治郎編『会社法コンメンタール 6 新株予約権』商事法務，p.250。
20）小林，前掲注６）p.49。
21）大崎，前掲注４）p.2。
22）有吉尚哉[2013]「ライツ・オファリングにおける情報提供の意義と規制上の留意点」『商事法務』1992 号，p.26。なお，新株予約権無償割当ては無償で株主に割り当てるものであるため，その発行価額は当然１億円未満となり，有価証券届出書は提出不要となり得るところ，その判断に当たっては新株予約権の発行価額に当該新株予約権の行使に際して払い込むべき金額の合計額を合算して１億円未満となるかで判断される（開示府令２条４項１号）。
23）有吉尚哉[2011]「増資手法としてのライツ・オファリングの特質」『商事法務』1948 号，pp.30－31。なお，海外の市場ではコミットメント型ライツ・オファリングが通常の形とされる（大崎，前掲注２）pp.1－2）。
24）藤田勉[2010]『上場会社法制の国際比較』中央経済社，p.200。
25）EU 共通の制度として会社法制の統一を進めるために，EU 指令を通じて加盟国の会社法制が整備された（同上）。

までに行使されなかった新株予約権を証券会社がすべて引き受けた上でその行使を約束するスキームを「コミットメント型ライツ・オファリング」といい，そのような契約・約束のないスキームを「ノンコミットメント型ライツ・オファリング」という[26]。

我が国における典型的なコミットメント型ライツ・オファリングとして想定されるスキームとしては，第一に，増資を行おうとする発行会社が証券会社と元引受契約（コミットメント契約）を締結した上で新株予約権無償割当てを実施する。第二に，追加出資を希望する既存株主は新株予約権を行使して金銭を払い込んで株式を取得する。第三に，発行会社は権利行使期間中の一定の時期までに権利行使されなかった新株予約権を取得条項により有償で取得する。第四に，発行会社の取得した新株予約権が元引受契約に基づいて引受証券会社に有償で売却される。第五に，引受証券会社は元引受契約に基づいて新株予約権を権利行使して金銭を払い込んで株式を取得する。第六に，引受証券会社は取得した株式を売却するといったものである。本稿においては，会社法上の新株予約権無償割当ての制度を用いて行うこれら一連のスキームをコミットメント型ライツ・オファリングと認識した上で論考を進める。

（4）ライツ・オファリングの特性

ライツ・オファリングによって，既存株主は割り当てられた新株予約権を行使して金銭を払込み，株式を取得することができる一方で，新株予約権を行使せずに市場で売却し，換金することも可能となる（割当日前であれば，当該株式を市場で売却することも可能）。したがって，持株比率や経済的価値の低下を望まない既存株主にとっては，新株予約権を行使することによりそれを回避でき，また，追加出資を望まない既存株主にとっては，新株予約権の市場売却によって追加負担を回避できるとともに，経済的価値の低下に相当する補償を受けることが可能となる。このような特性から，「公募増資や第三者割当増資と異なり，株式を取得する権利が既存株主にその持分割合に応じて与えられるため，既存株主の公平な取扱いに配慮した増資手法となりうる」との指摘や「既存株主の大幅な持株比率の低下を伴う第三者割当増資が，投資者保護の観点から問題となっている中，投資者等からライツ・オファリングの積極的活用を求める声がある」[27]との評価につながっているものと思われる。

ライツ・オファリングは，発行会社がすべての株主に対して譲渡可能な新株予約権をその持分割合に応じて無償で割り当て，その行使を受けて新株を発行するという資金調達手段である。株主に割り当てられた新株予約権に譲渡禁止条項や譲渡制限が付されていれば，株主が増資に応じなければその新株予約権は失権し，発行会社にとっては計画通りの資金調達が困難となるが，ライツ・オファリングにおいては，払込みを望まない既存株主はその新株予約権を市場売却することにより，これを取得した投資者による払込みが期待されることとなる。特に，コミットメント型ライツ・オファリングの方法であれば，証券会社の権利行使により最終的にすべての新株予約権の行使が担保されるため，発行会社にとってあらかじめ資金調達額を確定

26）ノンコミットメント型ライツ・オファリングは，旧商法下で新株引受権証書を発行することによって行われた株主割当増資を，コミットメント型ライツ・オファリングは，そうした株主割当増資に係る失権株について一般募集を行っていた我が国旧来の実務を，それぞれ継承して発展させたものとする見方がある（東京証券取引所上場制度整備懇談会「我が国におけるライツ・オファリングの定着に向けて」（平成26年7月25日）p.3）。

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

でき，調達額が不安定とされる株主割当ての問題点を解消することができる。

また，第三者割当て及び公募は，会社法上の有利発行規制の適用を受けるため，発行会社は市場における株価の影響を直接受けることとなるが，すべての株主にその持株比率に応じて平等に割り当てられるライツ・オファリングは，有利発行規制の適用を受けない。したがって，発行会社は，かかる株価の影響を直接受けることなく，会社の資金需要，将来予測，発行される株式数及び新株予約権が行使される可能性等を勘案し，権利行使価格を自由に設計した上で実施することができることとなる[28]。

さらに，株主構成の大幅な変動を好まない発行会社にとっては，大株主が新株予約権を行使する限り，株主構成の変化が生じにくいという副次的な効果も有する[29]。

なお，ライツ・オファリングは，金商法のほか会社法及び金融商品取引所規則，新株予約権の振替・行使に係る振替システムの制約等により，第三者割当て又は公募に比較して，発行決議後払込期日までに相対的に長い期間を要することが指摘されている[30]。

3．ライツ・オファリング選択のための制度的障害要因

ライツ・オファリングは，既述のように会社法制上，禁止されてはいなかったものの，現実にこれを実施するためには以下のような多様な制度上の障害要因が指摘されていた。

（1）新株予約権の上場基準

ライツ・オファリングを円滑に実施するためには，新株予約権を自由に譲渡できることが不可欠であり，そのためには新株予約権が金融商品取引所に上場されていることが必要となる[31]。新株予約権の上場は，取引所の上場基準により，新株予約権 1 個の目的となる上場株式が 1 株に相当する場合に限り認められていた。そのため，ライツ・オファリングを行う場合には発行済株式総数を 2 倍にするような規模の大きな増資にしか利用できないことや授権株式枠に余裕のない会社は発行できないなど，柔軟な増資計画に障害があることが指摘されていた[32]。

（2）有価証券届出書の提出時期

有価証券の募集が，一定の日における株主名簿上の株主に対して行われる場合には，その割当日の 25 日前までに有価証券届出書を提出しなければならないこととされている[33]（金商法 4 条 4 項）。新株予約権無償割当てもこの適用があると解されていたことから[34]，ライツ・オ

28）鈴木ほか，前掲注 10）p.460。
29）同上 p.461。
30）同上 p.462。

31）新株予約権が上場されていない場合のライツ・オファリングもあり得るが，この場合には，割り当てられた新株予約権の譲渡が困難なため，既存株主は追加の払込みをするか希釈化を受け入れるかの選択を余儀なくされてしまうなどの弊害が生ずる。
32）黒田康之・舩越輝・八巻優[2012]十市崇編『金融商品取引法の諸問題』商事法務，p.8。
33）募集株式の発行が時価よりも低い価格で株主割当ての方法で行われる場合，通常，権利落ちとして株価が下落するため，株主は権利落日前に増資の払い込みを行うか否かの判断を迫られることから，そのための待機期間（有価証券届出書の提出後効力発生までの期間）を設けたものである（川口恭弘[2011]岸田雅雄監修『注釈金融商品取引法（第 1 巻）』金融財政事情，p.141）。
34）新株予約権無償割当ては，株主の申込みがなく自動的に割り当てられる性質からすると，取得の申込みの勧誘の存在が認められず，形式的には募集に該当しないとも解される。ただし，開示ガイドライン B 2－3 は，新株予約権無償割当ては取得勧誘に該当することが明記されている。もっとも，平成 23 年に改正された金商法 13 条の 1 項ただし書において，「当該有価証券の募集が新株予約権証券の募集（会社法第 277 条第 1 項に規定する新株予約権無償割当てにより行うものであって・・・）」と規定されたことからもこのことを読み取ることができる。

ファリングに係る取締役会決議から権利行使期間満了まで長期間を要するといった問題が指摘されていた[35]。

（3）目論見書の交付時期

新株予約権無償割当ては，有価証券の募集に該当することから，株主に対し，あらかじめ又は同時に目論見書の交付をすることが義務付けられている[36]（金商法15条2項）。ところが，新株予約権無償割当ての場合，株主はその効力発生日に自動的に新株予約権者となることから，発行会社にとって効力発生日の時点において株主確定日現在の株主構成が判明していない。そのため，目論見書を交付することが不可能という問題が指摘されていた[37]。

（4）目論見書の作成・交付義務

新株予約権無償割当ては，第三者割当てや公募とは異なり，株主全員に対する目論見書の作成・交付が義務付けられているため，現実問題として，株主数が多い発行会社にとっては，膨大な作業とコストを要することから，ライツ・オファリングによる資金調達の選択肢が奪われているとの問題が指摘されていた[38]。

（5）有価証券の引受けの範囲

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が行う行為は「有価証券の引受け」には該当しないと解されていたことから[39]，金融商品取引業者としての登録等の参入規制を要することなく何人もが行える行為として位置付けられていた[40]。そのため，証券会社に課されるような著しく不適当と認められる条件による引受けの禁止規制（業府令123条1項3号）や引受けの適否に関する引受審査義務（同条1項4号）等の行為規制が及ばない状況にあった。コミットメント型ライツ・オファリングにおける行為は，有価証券の引受けと類似性を有することから，行為規制が適用されないことは投資者保護上問題があることが指摘されていた[41]。

（6）新株予約権の行使を働きかける行為に対する規律

ライツ・オファリングの円滑な実施のためには，証券会社等の市場関係者がその周知のための実務的対応をとることが期待される。他方，新株予約権の保有者に対して，新株予約権の行使に関する不適切な働きかけが行われる場合には，その投資判断が歪められるおそれがあり，そのような事態を回避する必要がある。特に，コミットメント型ライツ・オファリングを行う証券会社については，自らが取得及び行使する

35）前田雅弘報告[2011]金融商品取引法研究会編『金融商品取引法研究会研究記録第34号ライツ・オファリングの円滑な利用に向けた制度整備と課題』日本証券経済研究所，p.5。

36）一般に募集に際しては，投資者は短期間での投資判断を求められる。投資者に対して強い投資勧誘が行われる場合も想定される中，投資者が自己の責任において的確な投資判断を行うためには，有価証券届出書による間接的な企業内容等の開示だけでは不十分であり，目論見書の交付を義務付けることにより，投資者に対する直接的な開示を行っている（野崎彰ほか[2011]「開示制度等の見直し（上）－ライツ・オファリング－」『商事法務』1936号，pp.27－28）。

37）黒田・舩越・八巻，前掲注32）p.9。

38）開示制度WG報告p.2。

39）すなわち，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，総額引受け（金商法2条6項1号）に該当しないこととなる。また，発行される新株予約権は株主に割り当てられるため，「他にこれを取得する者がない場合」に当たらず，残額引受け（同項第2号）にも該当しないこととなる（開示制度WG報告p.4）。

40）有価証券の引受行為を業として行うには，第一種金融商品取引業の登録が必要となる（金商法28条1項3号）。もっとも，株式を売り捌く行為を業として行う場合には，有価証券の売買を業として行うことに該当するため，第一種金融商品取引業の登録が必要となる（野崎ほか，前掲注36）p.33）。

41）開示制度WG報告p.5。

新株予約権の数量を減らすようなインセンティブが生じ得るため，不当に新株予約権の保有者の権利行使を誘引するおそれがあるといった問題が指摘されていた[42]。

（7）継続開示書類が提出された場合の訂正届出書

有価証券の募集に際し，有価証券届出書の効力発生後，申込みが確定するときまでの期間に有価証券報告書等の継続開示書類が提出される場合には，訂正届出書の提出が必要とされている（金商法7条1項後段）ため，通常の募集の場合には，継続開示書類の提出日を外して当該期間を設定するなどの実務的対応が行われている。ただし，ライツ・オファリングの場合には，有価証券届出書の効力発生から新株予約権の行使がなされるまでの期間が一般的に長期間となることから，継続開示書類の提出日を外して当該期間を設定することが実務上困難とされていた。その結果，訂正届出書の提出が必要となり，これに伴う実務的な負担がライツ・オファリングの障害要因になっているとの問題が指摘されていた[43]。

（8）公開買付規制・大量保有報告規制

ライツ・オファリングが行われた場合の公開買付規制・大量保有報告規制の適用に関し，新株予約権無償割当てを受ける株主について次のような問題が指摘されていた[44]。

すなわち，各株主は，新株予約権無償割当てを受けた時点において，当該新株予約権に係る議決権数を加算して株券等所有（保有）割合を計算し，公開買付規制・大量保有報告規制に基づく義務が課されるか否かを判断することとなる。そのため，新株予約権無償割当てが実施され，すべての株主に対して新株予約権が割り当てられると，割当て時点において，各株主の株券等所有（保有）割合が増加することとなる[45]。他方，例えば，コミットメント型ライツ・オファリングの場合には，一定期間経過後，発行されたすべての新株予約権が行使されることが確保されていることから，当該割合は新株予約権無償割当てがなされる前の状態に戻ることとなる。

このような株券等所有（保有）割合の変動の特性があるにもかかわらず，割当て時点における株券等所有（保有）割合により計算された公開買付規制・大量保有報告規制に基づく義務が課されると，投資者への情報提供等の観点から適当ではないといった問題が指摘されていた。

（9）外国の証券規制の適用

外国の証券規制によっては，当該国の居住者である株主がライツ・オファリングに際して割り当てられた新株予約権を行使することにより，発行会社が当該国の当局への登録や継続開示を行うことが必要となる場合がある。この規制への対応に要する負担を回避する観点から，欧州では，特定の外国（以下「特定外国」という。）に居住する株主（以下「特定外国株主」という。）に権利を割り当てない，又はこれらの特定外国株主による権利行使を制限する事例があることが指摘されている[46]。例えば，米国に居住する株主にライツ・オファリングによる新株予約権の行使による株式の取得の勧誘が行われると，米国1933年証券法所定の有価証券の募集に該当し，米国SECへの登録が必要となり，その後の継続開示義務も課されることとなる[47]。そして，これらの手続を履行するために

42）開示制度WG報告p.5。
43）同上pp.5－6。
44）同上pp.6－7。
45）各株主は，原則として，自己所有（保有）の新株予約権に係る議決権数を分母・分子に加算する一方で，他者所有（保有）分は分母に加算されないことから，各株主の株券等所有（保有）割合は増加する。
46）開示制度WG報告p.8。
47）このことは，米国で上場していない企業にとっ

は事務・コスト負担を要し，円滑な資金調達に支障を来す場合があるといった問題が指摘されていた[48]。

この点，我が国において，差別的行使条件を内容とする新株予約権の無償割当てを認めた最高裁決定[49]を踏まえ，ライツ・オファリングにおいて，特定外国株主を平等に取り扱わない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ことの可能性についての考え方を整理すべきとの指摘がなされていた[50]。

（10）新株予約権の上場後の状況

後述のように，特定外国株主の権利行使を制限するときには，必要性要件と相当性要件の検討が必要であるとされているところ，相当性要件については，ライツ・オファ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該当するか否かが重要な考慮要素になると整理された。しかし，仮に新株予約権が上場されていたとしても，需給バランスの偏り等により市場価格が形成されない事態となることが行使条件を設定する時点において合理的に予見可能であり，かつ，実際にかかる事態に至ったときは，特定外国株主の権利行使を制限する相当性要件を充足しないこととなってしまう。その結果，株主平等原則の趣旨に反する新株予約権無償割当てと評価されてしまうおそれがあるといった問題が指摘されていた[51]。

（11）届出前取得勧誘

ライツ・オファリングにおいては，大株主等による新株予約権の行使の有無が案件の成否を左右することから[52]，発行会社又は引受証券会社は，新株予約権の発行決議に先立ち，新株予約権の行使に関する意向を大株主等から事前に聴取しておく実務上の要請がある。むしろ，通常の公募増資よりもプレ・ヒアリングを実施する必要性は高いと考えられている[53]。しかし，有価証券届出書の提出前に株主等の意向確認を実施することは届出前取得勧誘規制[54]に抵触する疑義があるといった，いわゆるガンジャンピングの問題が指摘されていた[55]。これに関し，ライツ・オファリングにおける既存株主の意向確認は，有価証券の取得勧誘に該当しないことを開示ガイドラインで明示すべき旨が提言されていた[56]。

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るものであり，大きな障害であると評される（黒沼悦郎報告[2011]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）p.12）。

48）金融庁開示制度ワーキング・グループ法制専門研究会報告「ライツ・オファリングにおける外国証券規制への対応と株主平等原則の関係について」（平成23年9月16日）p.4。以下「金融庁法制専門研究会報告」という。

49）ブルドックソース事件。最決平成19年8月7日民集61巻5号p.2215。

50）開示制度WG報告p.8。

51）清水幸明・豊田百合子[2012]「ライツ・オファリングに係る上場制度改正の概要」『商事法務』1963号，p.19。

52）大株主等に割り当てられた新株予約権の行使の意向がライツ・オファリングのプライシングを含む条件設定又は実施決定そのものを左右する（川村一博[2013]「日本におけるライツ・オファリング」『金融財政事情』3048号，p.11）。

53）日本証券業協会「ライツ・オファリングに関する論点整理」（平成24年3月19日）検討項目1参照。以下「日証協論点整理」という。

54）届出前取得勧誘が規制されている趣旨は，勧誘による販売圧力によって，投資者が不確実・不十分な情報に基づく投資判断を強いられる事態の防止にある（金融審議会「新規・成長企業へのリスクマネーの供給のあり方等に関するワーキング・グループ報告」（平成25年12月25日）p.15。以下「金融審リスクマネー報告」という。）。

55）黒田・舩越・八巻，前掲注32）pp.19－20。豊田祐子[2013]「エクイティ・ファイナンスの動向」『ジュリスト』1452号，p.69。

56）金融法委員会[2013]「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」

(12) ライツ・オファリングの期間短縮

ライツ・オファリングは様々な制度上の制約によって発行決議後払込期日までに比較的長い時間を要することが指摘されている[57]。その中でも会社法において，発行会社は株主に割り当てる新株予約権の権利行使期間の初日の 2 週間前までに，株主に対し割当通知をしなければならないとされていることが主たる要因と考えられていた[58]（会社法 279 条 2 項）。

また，上場会社の資金調達に係る期間短縮の観点から，金融審議会報告により有価証券届出書の提出後効力が発生するまでのいわゆる待機期間（15 日間又は 7 日間）について，市場において特に周知性の高い企業が行う募集のうち有価証券の取得・買付け等の判断を比較的容易に行うことができる場合には，待機期間を撤廃する特例措置を設けることが提言されていた[59]。

4．制度整備の進展

ライツ・オファリングが，資金調達手段の現実的な選択肢となるよう実現可能性を向上させる観点から，上記指摘や提言を踏まえ，以下のように順次制度整備がなされてきている。

（1）新株予約権の上場基準の見直し

新株予約権の上場に関して，東証上場基準の改正が平成 21 年 12 月 30 日に施行され，新株予約権 1 個の目的となる株式の数を 1 株とする制限（旧上場規程施行規則 306 条 1 項 3 号）が廃止された。これにより，一対一未満の比率によるライツ・オファリングが可能となった。

（2）有価証券届出書の提出時期の短縮

有価証券届出書の提出に関して，企業内容等の開示に関する内閣府令の改正が平成 22 年 4 月 23 日に施行され，新株予約権無償割当てにより割り当てられる新株予約権が金融商品取引所に上場される場合における有価証券届出書の提出期限短縮のための例外規定が追加された（金商法 4 条 4 項ただし書，開示府令 3 条 5 号）。これにより，ライツ・オファリングに係る有価証券届出書については，従来の割当日の 25 日前までから，組込方式又は参照方式の場合が割当日の 7 日前まで，それ以外の場合が 15 日前までに提出期限が短縮されることとなった。

（3）目論見書の交付時期の明確化

目論見書交付に関して，企業内容等の開示に関する留意事項（以下「開示ガイドライン」という。）の改正が平成 22 年 4 月 23 日に適用され，新株予約権無償割当てに係る目論見書の交付については，新株予約権の割当時ではなく，株主が割当通知（会社法 279 条 2 項）を受理した日に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ことが明確化された（開示ガイドライン B 15－6）。

（4）目論見書の作成・交付義務の免除

目論見書の作成・交付に関して，金商法令の改正が平成 24 年 4 月 1 日に施行され，新株予

（平成 25 年 5 月 15 日）p.15。プレ・ヒアリングの一般論としての提言として，金融審リスクマネー報告 pp.15－16。

57）鈴木ほか，前掲注 10）p.462。

58）豊田，前掲注 55）p.69。有吉，前掲注 23）p.36。

59）金融審リスクマネー報告 pp.14－15。なお，この提言を受けて，コミットメント型ライツ・オファリングの普及のためには，オファリング期間の一層の短縮が重要であるとの認識から，ライツ・オファリングに係る新株予約権については，取得・買付けの是非を判断するのは過去に会社のことをよく知る既存株主であり，株式を取得するかどうかの判断を容易に行うことができる旨の主張をすべきとして，待機期間の撤廃の特例措置についての要件である「特に周知性の高い企業」とライツ・オファリングを関係付けた要請がみられた（日本証券業協会「我が国経済の活性化と公募増資等の一層の機能強化に向けた取組みの状況と今後の対応」（平成 26 年 6 月 17 日））。

約権無償割当てについて，所定の要件に該当する場合には，目論見書の作成及び交付の義務が免除された（金商法13条1項ただし書，15条2項3号，開示府令11条の5）。所定の要件とは，第一に，募集の対象となる新株予約権が金融商品取引所に上場されており，又はその発行後遅滞なく上場されることが予定されていること，第二に，有価証券届出書の提出日，EDINETのウェブページのアドレス及び発行会社の連絡先を有価証券届出書の提出後遅滞なく日刊新聞紙に掲載することのいずれの要件をも満たした場合をいう。

（5）有価証券の引受けの範囲の見直し

有価証券の引受けの範囲に関して，金商法令の改正が平成24年4月1日に施行され，第一に，「引受人」の定義の拡大（金商法2条6項3号），第二に，「元引受け」の定義の拡大（同法28条7項3号），第三に，「元引受契約」の定義の拡大（同法21条4項3号，同法施行令15条3項，17条の3第3号ハ）等の見直しが行われた。これにより，金商法上の引受けに関する行為規制が，コミットメント型ライツ・オファリングを行う証券会社に対して適用されるようになった。

なお，これに伴い日本証券業協会の自主ルール（有価証券の引受け等に関する規則）が改正・明確化され，平成24年4月1日から施行された。主なものとして，コミットメントを行う証券会社の行為が引受けと位置付けられたことから，適正な引受審査を実施するための引受審査項目について，コミットメント型ライツ・オファリングについても同様に適用されることが明確化されるとともに，証券会社に対する新株予約権の取得状況の開示や議決権行使の制限等の改正がなされた[60]。

60）横田裕[2012]「コミットメント型ライツ・オファリングの円滑な導入に向けて－自主規制規則の整備等の概要－」『商事法務』1963号，pp.28－32。

（6）新株予約権の行使を働きかける行為に対する規律

新株予約権の行使を働きかける行為に関して，金融商品取引業等に関する内閣府令の改正が平成24年4月1日に施行され，コミットメント行為を業として行うことが金融商品取引業と位置付けられたことにより，第一に，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，第二に，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，又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が新たに行為規制として新設された（業府令117条1項33号）。なお，発行会社との間においてコミットメント契約を締結した証券会社は，有価証券届出書の虚偽記載に関する損害賠償責任が生じ得ることとなる（金商法21条）。

（7）継続開示書類が提出された場合の訂正届出書の取扱い

訂正届出書の取扱いに関して，開示ガイドラインの改正が平成24年4月1日に適用され，ライツ・オファリングに関して提出された有価証券届出書において，あらかじめ，継続開示書類の提出予定時期等が記載されていれば，訂正届出書の提出は不要であることが明確化された（開示ガイドラインB7－7②～⑭の各かっこ書）。

（8）公開買付規制・大量保有報告規制

公開買付規制・大量保有報告規制に関して，金商法令の改正が平成24年4月1日に施行され，新株予約権無償割当てにより割り当てられた新株予約権であって，発行日から権利行使期間の末日までの期間が2か月以内であり，かつ，発行されたすべての新株予約権が一定期間経過後に行使されることが確保されている新株予約権（コミットメント型ライツ・オファリング）については，割当時ではなく新株予約権の

権利行使時を基準として株券等所有（保有）割合を計算するように改正された（金商法 27 条の 2 第 1 項ただし書，他社株買付府令 2 条の 2 の 2，8 条 3 項 1 号，大量保有府令 5 条 1 項 1 号）。これにより，株券等所有（保有）割合の変動の特性による弊害が解消された。

なお，証券会社がコミットメント契約に基づいて取得した新株予約権及び当該新株予約権の権利行使によって取得した株式について，新株予約権の取得日から一定期間（公開買付規制は 60 日間，大量保有報告規制は 5 営業日の間）は，株券等所有（保有）割合の計算の対象から除外することとされた（金商法 27 条の 2 第 8 項 1 号，他社株買付府令 7 条 1 項 2 号，同法 27 条の 23 第 4 項，大量保有府令 4 条 2 号）。

（9）外国の証券規制への対応

外国の証券規制への対応に関して，金融庁法制専門研究会報告[61]が平成 23 年 9 月 16 日に公表され，ライツ・オファリングにおいて，特定外国株主を平等に取り扱わない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要件が整理された。

すなわち，前掲最高裁判例の考え方[62]が妥当するとして，ライツ・オファリングにおける権利行使制限については，資金調達手段としてライツ・オファリングを円滑に実施できるようにするための必要性があり，かつ，権利行使を制限される特定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及びその趣旨に抵触しないと解釈することができるとする考え方を明確にした。その上で，そのような解釈を行うためには，次の二つの要件を考慮することが必要であるとする。

第一に，「資金調達手段として利用するための必要性」の要件として，権利行使制限なしにライツ・オファリングを実施すると，特定外国当局に対する登録等の手続を行わない場合には当該特定外国の規制に抵触するおそれが生じる一方で，これらの手続を履行するためには事務・コスト負担を要し，円滑な資金調達に支障を来す場合には，権利行使制限をする必要性が認められるとする。

第二に，「特定外国株主の利益との関係での相当性」の要件として，ライツ・オファ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，市場価格より低い権利行使価格で株式を取得することができる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といえる。また，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となる。このような場合には，権利行使制限をする相当性が認められるとする。

なお，日本証券業協会において，関係者間で

61）前掲注 48），金融庁法制専門研究会報告。

62）特定の株主による経営支配権の取得に伴い，会社の企業価値が毀損され，会社の利益ひいては株主の共同の利益が害されることになるような場合には，その防止のために新株予約権無償割当てにおいて当該特定の株主を差別的に取り扱ったとしても，当該取扱いが衡平の理念に反し，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する考え方。なお，本法制専門研究会報告の審議において，引用判例の枠組みはあくまでも経営権の争いがあるという例外的な場面において特定の株主を差別的に取り扱うことを対象としたものであり，支配権の争いのない場面でのライツ・オファリングにおける行使制限については，当該判例のように厳格に解釈をする必要はなく，特定外国株主を区別して取り扱うことに合理性が認められれば，株主平等原則に抵触しないと解釈することが可能であるとする指摘がみられた（小長谷章人・有吉尚哉[2011]「ライツ・オファリングにおける外国証券規制への対応と株主平等原則の関係」『商事法務』1944 号，p.32）。

最も念頭に置かれることが多い米国の開示規制を踏まえた標準的な実務対応についての検討がなされ，その考え方が公表されている[63]。

（10）相当性要件に配慮した新株予約権の上場基準の見直し

新株予約権の上場基準に関して，東証上場基準の改正が平成24年4月1日に施行され，株主平等原則やその趣旨に反することが明らかなときなど，公益又は投資者保護の観点からその上場が適当でないと認められる場合には，上場を承認しないことが明確化された[64]（上場規程304条，同施行規則306条1項）。

（11）届出前取得勧誘の緩和

ライツ・オファリングに係る届出前取得勧誘に関して，開示ガイドラインの改正が平成26年8月27日に適用され，有価証券の取得勧誘に該当しない行為として，募集（ライツ・オファリングによるものを含む）を行おうとする有価証券に対する投資者の需要の見込みに関する調査であって，特定投資家や株券等保有割合が5％以上の株主を対象者とし，かつ，プレ・ヒアリングに係る法令遵守措置（業府令117条1項15号）又はこれに準ずる措置を講じて行われるものが追加された（開示ガイドラインB2－12②）。

（12）ライツ・オファリングの期間短縮への対応

新株予約権無償割当てに関して，改正会社法が平成26年6月20日に成立し，割当通知についてその期限を新株予約権の権利行使期間の初日の2週間前とする規律を改め，新株予約権無償割当ての効力発生後遅滞なく，かつ，新株予約権の権利行使期間の末日の2週間前までに割当通知をしなければならないこととされた（会社法279条2項，3項）。この改正が施行されることによって，割当通知の時期にかかわらず，新株予約権の権利行使期間を開始することができ，ライツ・オファリングを完了するのに必要な期間をさらに短縮することが可能となる。

なお，有価証券届出書の効力発生についての待機期間に関して，開示ガイドラインの改正が平成26年8月27日に適用され，所定の要件（一定の売買金額や時価総額，上場株式を目的とする新株予約権無償割当て，希釈化率20%以下等）を満たす場合には，待機期間を撤廃し，直ちに効力を発生させることとなった（開示ガイドラインB8－3）。

（13）その他金商法令の見直し

インサイダー取引規制に関して，金商法の改正が平成24年4月1日に施行され，新株予約権無償割当てについての決定が，新たに重要事実に追加された[65]（法166条2項1号ホ）。また，発行会社が重要事実を知る前に決定した計画，期日等に基づいて，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

63）日証協論点整理検討項目5参照。横田，前掲注60）pp.32－33。

64）上場基準において，「特定外国株主による新株予約権の行使を制限するライツ・オファリングにおいて，その制限の必要性又は相当性が認められないことが明らかな場合」といった具体的な文言で規定しなかったことについては，そもそも必要性・相当性の議論が比較的新しく，検討の根拠とした最高裁決定もライツ・オファリングの事例ではないものを参考としたことなど，今後新たな判断の枠組みができる可能性が否定できないこと等をその理由とする（清水・豊田，前掲注51）pp.19－21）。

65）従来，新株予約権無償割当ての決定については，いわゆるバスケット条項（金商法166条2項4号）が適用されると解されていたが，ライツ・オファリングの利用の拡大に伴い個別のライツ・オファリングがバスケット条項に該当するか否かの予見可能性を高める必要性から，かかる決定が重要事実に該当する旨の改正がなされた（野崎ほか，前掲注36）pp.31－32）。

表1　ライツ・オファリングの実施状況（平成 26 年 6 月末まで）

発行決議	発行会社	調達額（百万円）	発行決議	発行会社	調達額（百万円）
H22. 3. 5	タカラレーベン	4,753	H25.10.16	エー・ディー・ワークス	2,149
H24.10. 1	エー・ディー・ワークス	500	H25.11.27	SE ホールディングス	868
H25. 3.15	クレアホールディングス	601	H25.11.27	日医工	12,531
H25. 4.12	アイ・アールジャパン	1,012	H25.12.27	セーラー万年筆	1,648
H25. 4.12	フォンツ・ホールディングス	681	H26. 2.12	メガネスーパー	651
H25. 5. 9	日本エスコン	3,455	H26. 2.14	インフォテリア	805
H25. 5.14	Ｊトラスト	97,682	H26. 2.21	アジアグロースキャピタル	1,733
H25. 5.20	メガネスーパー	905	H26. 3.11	リアルコム	389
H25. 6. 5	シスウェーブホールディングス	1,663	H26. 3.13	小僧寿し	1,500
H25. 6.14	ガイアックス	1,259	H26. 3.19	省電舎	514
H25. 8. 9	レカム	250	H26. 4.30	アルメディオ	436
H25. 8.26	T&C ホールディングス	267	H26. 6.12	石山 Gateway Holdings	2,137
H25.10. 9	フォンツ・ホールディングス	2,010			

注）東証資料より加工。

引受証券会社に売却する場合が，インサイダー取引規制の適用除外事項として追加された（取引規制府令 59 条 1 項 13 号，63 条 1 項 13 号）。

5．ライツ・オファリングの現状と課題

以上のような累次にわたる制度整備の進展により，我が国においてもライツ・オファリングの事例が増加しているが，そうした中で，東証上場制度懇談会報告「我が国におけるライツ・オファリングの定着に向けて」（平成 26 年 7 月 25 日）（以下「懇談会報告」という。）は，実際の実施状況を踏まえ，ライツ・オファリングが濫用的に利用されていることに対する懸念を指摘している。

（1）懇談会報告による現状分析

すなわち，我が国においては，平成 22 年 3 月に行われたタカラレーベン事案を皮切りとして平成 26 年 6 月末までに計 25 件のライツ・オファリングが実施されている（**表 1**）。懇談会報告は，これらの事案を分析した結果，以下のような特徴を抽出している。

① 実施されたライツ・オファリングのうち，コミットメント型は 3 件のみで残り 22 件はノンコミットメント型であること。

② ライツ・オファリングにより資金調達をした発行会社の傾向をみると，直前期に純損失を計上した会社によるものが 14 件（56.0%），直前期又は直前四半期時点で債務超過の会社によるものが 4 件（16.0%），直前期に無配の会社によるものが 14 件（56.0%）となっており，これらはいずれもノンコミットメント型によるものであること。

③ これをほぼ同時期に実施された公募及び第三者割当てによるものと比較すると（**表 2**），公募により資金調達をしたもの（133 件）のうち，直前期に純損失を計上した会社によるものが 14 件（10.5%），直前期又は直前四半期時点で債務超過の会社によるものが 0 件（0%），直前期に無配の会社によるものが 24 件（18.0%）となっており，また，第三者割当てにより資金調達をしたもの（102 件）のうち，直前期に純損失を計上した会社によるものが 35 件（34.3%），直前期又は直前四半期時点で債務超過の会社によるものが 4 件（3.9%），直前期に無配の会社によるものが 41

表2　ライツ・オファリング実施会社の財務状況

	ライツ・オファリング（25件）		ノンコミットメント型（22件）		公募（133件）		第三者割当（102件）	
	件数	割合（%）	件数	割合（%）	件数	割合（%）	件数	割合（%）
直前期に純損失計上	14	（56.0）	14	（63.6）	14	（10.5）	35	（34.3）
直前期又は直前四半期に債務超過	4	（16.0）	4	（18.2）	0	（0）	4	（3.9）
直前期無配	14	（56.0）	14	（63.6）	24	（18.0）	41	（40.2）

注）公募は平成23年から26年3月末まで，第三者割当ては平成24年4月から25年3月まで。
東証資料より加工。

件（40.2%）となっていること。

④　ノンコミットメント型ライツ・オファリングによる新株予約権の権利行使割合をみると，平均78.2%となっており，また，新株予約権の売買回転率は平均137.9%といずれも高い水準となっていること[66]。

⑤　ライツ・オファリングによる新株予約権の市場価格がその理論価格[67]（新株予約権を行使して親株（新株予約権の目的となる株式）1株を取得するために払い込むべき金額を，親株1株当たりの市場価格から控除したもの）よりも平均的に割安（乖離率20.8%）となる傾向が顕著であること。

⑥　こうした新株予約権の市場価格と理論価格との乖離は，コミットメント型でもノンコミットメント型でもほぼ共通してみられる[68]ものの，新株予約権の権利行使期間の開始後には縮小する傾向がみられること。

以上の現状分析から，ライツ・オファリングのうち大多数はノンコミットメント型によるものであること[69]，そのノンコミットメント型において，損益状況や財産状況が良好でない会社が実施している傾向が明らかなこと，新株予約権が市場で円滑に売買され，権利行使割合も高いことからすると，既存株主以外の第三者による権利行使が積極的に行われていることが推測できること，ライツ・オファリング全般に係る新株予約権の価格形成が自然の需給によるものではないおそれがあることの各点についての現状認識を明らかにしている。

なお，懇談会報告においては特に指摘されていないが，新株予約権の権利行使価格について，発行決議日前日の親株の株価と比較すると，平均53.6%もの大幅にディスカウントされた価格設定傾向がみられる[70]。

（2）懇談会報告の問題意識

その上で，懇談会報告は2つの問題点を指

66）これに対し，コミットメント型による新株予約権の権利行使割合は平均97.5%，新株予約権の売買回転率は平均33.0%となっている。

67）ライツ・オファリングは権利行使期間が短期に限られるためオプションの時間的価値は考慮していない。

68）新株予約権の市場価格と理論価格の乖離率は，ノンコミットメント型が平均22.2%，コミットメント型が平均11.3%となっている。

69）コミットメント型ライツ・オファリングが少数にとどまっていることについて，①コミットメント契約に伴う支払手数料が損益計算書上の費用として認識されるため資金調達によって期間損益が見かけ上悪化すること，②大規模なライツ・オファリングを遂行する実務ノウハウの蓄積が十分でなく多額の資金調達には適していないと考えられてきたことが指摘されている（大崎貞和[2014]「ライツ・オファリングの現状と課題」『NRI内外資本市場動向メモ』242号，p.8）。

70）東証上場部によれば，2000年～2008年7月に英国で実施された1億ポンド以上のライツ・オ

摘している。第一に，ノンコミットメント型ライツ・オファリングの構造上の問題点として，資金調達が企業価値の向上に資する合理的なものか否かの判断について，その合理性を評価する仕組みが存在しない点を指摘している。すなわち，公募やコミットメント型ライツ・オファリングにおいては，その合理性を外部の専門家である引受証券会社が審査し，また，第三者割当ては割当先がその合理性を吟味する（投資対象に対するデュー・デリジェンス）のが通常であるところ，ノンコミットメント型ライツ・オファリングの場合，その資金調達が合理的だと評価する者がいない中で，裁定行為の一環[71]として新株予約権を行使して払込みが行われ得るという構造的な特殊性を指摘する。そして，その結果として，他の方法では資金調達をすることができないような会社であっても，このような特殊な構造を利用することで，一連の評価や規律を受けずに資金調達を成立させていることを懸念している。

第二に，ライツ・オファリングの事例において，新株予約権の市場価格がその理論価格と比較して割安となる傾向や，新株予約権の権利行使期間の開始後にはその乖離の程度が縮小する傾向を捉え，新株予約権の合理的な市場価格が形成されにくい状況があることを問題点として指摘している。すなわち，その価格差による乖離は，適正な裁定取引が行われることによって解消されるべきところ，新株予約権の権利行使期間の開始前は貸株に提供される親株の数が少なく，裁定取引の実施に必要な借株が不十分にしか供給されないために新株予約権の買い需要が顕在化しないことを指摘する。そして，その結果として，裁定が十分に機能せず，常に裁定機会が提供し続けられている中で，裁定取引で取得された新株予約権について増資の合理性とは無関係に権利行使がなされるという上記第一の問題を助長している可能性を懸念している。

併せて，ライツ・オファリングについての理解が十分に浸透していないことが，新株予約権の価格形成を歪ませている可能性を指摘している。

6．ライツ・オファリングと既存株主の利益保護

ライツ・オファリングは，欧州では一般的なエクイティ・ファイナンスの手法であり，我が国においても既存株主の利益に配慮したファイナンス手法として上場会社の主要な資金調達手段の一つになることが期待されたが，これまでのところ，懇談会報告においてみられるように当初の期待通りには普及が進んでいるとはいい難い状況にある[72]。

そこで，現状を踏まえ，そもそもライツ・オファリングは既存株主の利益に配慮した増資手法といえるかという点について検討する。

（1）既存株主の利益配慮についての一般論

ライツ・オファリングが既存株主の利益に配慮した増資手法であるといわれる理由は，既存株主は割り当てられた新株予約権を行使して金銭を払込み，株式を取得することができる一方

ファリングのディスカウント率は38.9%とされる（大崎，前掲注1）p.30）。

71）その説明として，新株予約権を割り当てられた株主は，その増資が払込みに値する合理的なものだと評価すれば自ら権利行使して増資に応じるが，そうでないと評価した場合には新株予約権を市場で売却すればよい。一方で，市場で新株予約権を買い取る投資者は，増資が合理的だと評価すればその評価に応じた金額で新株予約権を買い取って行使することが想定されるが，そのように評価しない場合であっても新株予約権の市場価格がその理論価格よりも割安であれば，増資自体の合理性とは無関係に，裁定取引として新株予約権を買い取って権利行使をすることで利益を得ることができるとする。

72）柴田弘典・舩越輝・川端康弘[2014]「コミットメント型ライツ・オファリングの新展開」『商事法務』2032号，p.70。

で，新株予約権を行使せずに市場で売却し，換金することが可能となるため，持株比率や経済的価値の低下を望まない既存株主にとっては，新株予約権を行使することによりそれを回避でき，また，追加出資を望まない既存株主にとっては，持株比率の希釈化を受け入れつつも新株予約権の売却によって追加負担を回避できるとともに，経済的価値の補償を受けることが可能であることが説明されている[73]。

その背景には，公募増資や第三者割当増資にみられるような，①有利発行の問題が生じないこと，②既存株主の持株比率の希釈化が生じないこと，③既存株主の経済的価値の希釈化が生じないこと，④支配権の移動が生じないことがあると考えられる。

（2）有利発行規制の適用

そもそも，新株予約権無償割当ては会社法上の有利発行規制が適用されない。これは，既存株主がその持分に比例して割当てを受けることになるためであり，株主割当てと同様の理論構成により有利発行規制は及ばないこととなる（会社法241条5項）。

ところで，ライツ・オファリングは新株予約権の市場売却という特性を含有したスキームであり，この新株予約権の権利行使価格の設定には，親株の市場の価格に対する大幅なディスカウント傾向がみられるところ，この点に有利発行規制は適用されないのであろうか。通常，募集新株予約権の有利発行の判断に当たっては，当該新株予約権の経済的価値に対して無償又はその払込金額が特に有利なものに該当するか否かで判断されるところ（会社法238条3項），新株予約権の権利行使価格の高低は，新株予約権の経済的価値に反映されることから，新株予約権の発行時の有利発行規制の対象として捉えられ，権利行使価格の設定如何が有利発行規制の問題とはならないと解されている[74]。したがって，新株予約権無償割当てにおいても，その権利行使価格の高低には有利発行規制は及ばないものと考えられる。

そのため，親株の市場価格から如何にディスカウントされた価格であっても権利行使価格を設定することが可能となる。換言すれば，新株予約権無償割当てによって無償で割り当てられた新株予約権の経済的価値は，既存株主が有する株式持分から流出したものと考えられ[75]，これを権利行使し，又は市場で売却することは，既存株主から流出した価値が既存株主に還流することを意味する。すなわち，有利発行規制の趣旨は，既存株主の利益保護にあり，既存株主から新株取得者への利益移転を防止することにあるため[76]，この観点から既存株主の関与を必要なものとして制度設計がなされたものと考えられる。したがって，既存株主の中から利益移転しない新株予約権無償割当てには有利発行規制は適合しないこととなる。

これらの考え方を背景として，株主割当増資と同様に，ライツ・オファリングも権利行使を促す観点から，権利行使価格を市場価格よりも相当低い価格に設定しているものと想定される[77]。

（3）既存株主の持株比率と経済的価値の希釈化

既述のように，公募増資や第三者割当増資によって，既存株主の持株比率が低下することにより議決権を中心とする株主権に影響を与える事例や，公正な価格を下回る払込金額の設定により既存株主が保有する株式の経済的価値が低下する事例の発生が問題視されている。

73）大崎，前掲注1）p.28。

74）龍田節［2007］『会社法大要』有斐閣，p.312。

75）吉本，前掲注19）p.251。

76）中東正文「募集株式の発行等」［2013］江頭憲治郎編『株式会社法大系』有斐閣，p.413。

77）吉本，前掲注8）p.37。

ところで，増資に伴う希釈化については，通常 2 つの意味があると考えられる。第一に，増資により発行済株式数が増加することによって，既存株主が保有する 1 株当たりの持株比率が低下することと，1 株当たりの経済的価値が低下することである。第二に，増資により追加出資に応じないことによって，既存株主が保有する株式の持株比率が低下することと，保有株式の経済的価値が低下することである。

公募や第三者割当ての方法による増資の場合には，通常，両者の持株比率と経済的価値が希釈化し得ることとなる。これに対し，ライツ・オファリングの場合には，前者の持株比率と経済的価値は希釈化するものの，後者の持株比率と経済的価値には希釈化が発生しない。すなわち，およそ増資を行えば，前者の希釈化の問題は短期的には避けて通れないのであり，希釈化の問題の解消は，後者の希釈化を如何に防止するかという観点になる。ライツ・オファリングの場合には，既述のように既存株主から流出した価値が既存株主に還流することとなり，既存株主の中から利益移転しないため，後者にいう希釈化の問題は発生しないこととなる。

（4）支配権の移動の発生

さらに，ライツ・オファリングはすべての株主に対しその持分に応じて新株が割り当てられるため，支配権が移動するような株主の出現は起こりにくいこととなる。

（5）小括

このように，ライツ・オファリングは，①有利発行の問題が生じないこと，②既存株主の持株比率の希釈化が生じないこと，③既存株主の経済的価値の希釈化が生じないこと，④支配権の移動が生じないことが，制度上・理論上も認められており，既存株主の利益に配慮した増資手法という一般論が妥当することとなる。

7．現状を踏まえたライツ・オファリングと既存株主の利益保護

ただし，現実に実施されたライツ・オファリングの現状からは，既存株主の利益配慮に対するいくつかの疑念を見出すことができる。

（1）高い権利行使割合の要因

一般的に，コミットメント型ライツ・オファリングの要請は，発行会社にとっての資金調達額の早期の確定とその確実性の確保にあったはずである[78]。それは，新株予約権無償割当てであっても，それを権利行使するか否かは既存株主の意思に左右されるものであるため，資金調達手段としての機能は不確実であって，それだけでは自己完結的な調達目的としての機能は高くないためである。したがって，確実に権利行使が行われるスキームを含有したコミットメント型ライツ・オファリング実現への期待が高まったものと評価される。それにもかかわらず，現実には，コミットメント型はほとんど行われておらず，ノンコミットメント型ライツ・オファリングにおいて，平均 78.2% もの極めて高い権利行使割合が認められる。これはいったいどのような要因によるものであろうか。

懇談会報告の分析によると，増資の合理性を評価する仕組みがない中における構造的な特殊性を指摘する。すなわち，新株予約権を割り当てられた株主は，増資が払込みに値する合理的なものと評価しなければ新株予約権を市場で売却すればよいが，一方において，市場で新株予約権を買い取る投資者は，新株予約権の市場価格がその理論価格より割安であれば，増資自体の合理性とは無関係に，裁定取引として新株予約権を買い取って権利行使することで利益を得ることができるためであるとする。換言すれば，増資の合理性を誰も評価しない中で，増資

78）開示制度 WG 報告 p. 4。

の合理性とは無関係な行為によって権利行使割合が高まることがその要因であるとする[79]。ところで，裁定取引は投資者にとって合理的な投資手法と認識されており，割安な新株予約権を買付け，権利行使することで利益を得るその行為自体は非難に値しない。増資の合理性とは無関係な裁定取引であったとしてもその延長線上にあると考えられる。そうであるとすると，事例における行為自体が非難の対象となるかは疑問である。もちろん，懇談会報告はそれ自体を取り上げて問題視しているというよりは，増資の合理性を評価する仕組みのないことと適正な裁定取引が行われていないこととを併せて一体としての構造的な特殊性として理解しているものと思われる。

むしろ，そのような高い権利行使割合を誘引させる根本的な要因として，新株予約権の権利行使価格の大幅なディスカウント設定があるとは考えられないだろうか。

（2）権利行使圧力と売却圧力

既述のように，新株予約権の権利行使価格を親株の市場価格よりも平均53.6%も低い価格に設定することは，その権利行使を促す観点からの要請と考えられる。この点に着目し，このような大幅なディスカウントは，特にノンコミットメント型ライツ・オファリングの場合，新株予約権を行使しないまま失権させたときに既存株主が被る経済的損失が極めて大きくなることから，既存株主には新株予約権を失権させることによる経済的損失を回避するために新株予約権を行使するインセンティブが強く働き，その結果として，権利行使割合の上昇をもたらすとする見解がある[80]。そこには，少なからず，既存株主に対する権利行使圧力がかかっているようにも思える[81]。この点，昭和40年代半ば頃まで我が国上場会社の資金調達手段の中核となっていた株主割当増資が衰退した理由の一つに，株主がその権利を行使して株式を引き受けないと持株の値下がりによって損失が発生することから，経済的観点から払込みを強制されたことがあったという点が思い出される[82]。

もちろん，資金調達には迅速性と機動性が強く求められるところであり，円滑な権利行使を促すためには，ある程度割安な水準に設定することは自然のことと考えられる。むしろ，すべての株主が公平に投資機会を与えられる増資手法においては，大幅なディスカウントが行われたことのみで不公平と判断することは適当ではない[83]。これに加え，ライツ・オファリングは，既存株主が権利行使を望まない場合には新株予約権の市場売却を可能とするスキームであることから，理論上は経済的価値の下落相当額の補償を享受できることとなるため，旧来の株主割当増資とはその基本的構造が異なる。

しかし，現実問題としては，新株予約権の市場価格が理論価格を平均的に下回っている現状がみられることから，本来，ライツ・オファリングは経済的価値の希釈化を回避することが可能なスキームであるにもかかわらず，その程度が軽減されてしまうことになる。そして，このような乖離状況が恒常化することは，翻って既存株主への権利行使圧力や新株予約権の投げ売

79）ノンコミットメント型ライツ・オファリングにおける権利行使割合の高さは，理論価格よりも割安となった新株予約権を市場で買い集めた一部の投機的な投資者による権利行使の結果として，権利行使割合が上昇した可能性が高いとする見解がある（大崎，前掲注1）p.31）。

80）佐藤・谷川・徳田，前掲注3）p.24。

81）米国においてライツ・オファリングがあまり利用されていない一因として，ライツ・オファリングは株主に権利行使を迫る要素を含んでいる点が否定的に受け止められていることが指摘されている（太田洋・柴田寛子[2011]「ライツ・オファリングの規制緩和と第三者割当増資に関する規律（上）」『商事法務』1951号，p.21）。

82）江頭，前掲注6）p.706。

83）大崎，前掲注1）p.30。

り的な売却圧力[84]へとつながり，結果として権利行使割合を上昇させ，新株予約権価格の下落を加速させる現象をもたらすことになる[85]。

すなわち，大幅なディスカウントによる権利行使価格の設定と新株予約権価格の下方乖離とが相まってノンコミットメント型ライツ・オファリングによる権利行使割合を高めているものと考えられる。

このような，既存株主の経済的価値の希釈化の発生や，既存株主への権利行使圧力や売却圧力といった観点からは，既存株主の利益配慮という側面が損なわれているとみることができる。

（3）業績不振会社の利用

権利行使割合が高いということは，発行会社にとっては資金調達に成功していることを意味する。ただし，ノンコミットメント型ライツ・オファリングの実施現状をみると，損益状況や財産状況が良好とはいえない会社によるものが散見される。このような会社の中には，公募増資，第三者割当増資及び借入といった他の方法による資金調達が困難であることを自認してライツ・オファリングを実施するという開示を行った事例もみられ，また，コミットメント契約を締結する証券会社が現れなかったことを開示した事例もみられる[86]。

すなわち，証券会社による通常の増資に伴う引受審査を通過できないような発行会社であっても，現下のライツ・オファリングをめぐる市場環境を利用すれば，資金調達が可能となってしまう場合があり得ることとなる。このことは，既存株主保護の問題にとどまらず，投資者保護一般の問題へと波及する[87]。

8．既存株主の利益配慮への方策

これらの市場環境の歪みへの方策として，第一に，大幅なディスカウントによる権利行使価格設定について株主意思の関与を求めること，第二に，それが困難であればディスカウント率に制限を加えること，第三に，新株予約権の公正な価格形成が確保されること，第四に，業績不振会社のノンコミットメント型ライツ・オファリングの実施について金融商品取引業者の関与を求めることが考えられる。

（1）権利行使価格設定に伴う株主意思の関与

ライツ・オファリングは，既述のように既存株主から流出した価値が既存株主に還流することとなり，利益移転を伴わないため既存株主の関与を必要としないと考えられている。ところが現状を踏まえると，新株予約権の市場価格が理論価格を平均的に下回っていることから，経済的価値の低下に相当する損失分を新株予約権の市場売却によって補償することができないことになる。すなわち，既存株主から流出した価値が既存株主に十分に還流されず，利益移転を生じさせることになっている。これに加え，大幅なディスカウントによる権利行使価格の設定は，既存株主に対する権利行使圧力や新株予約権の売却圧力を誘引させることとなる。これらはいずれも既存株主の利益を毀損させるもので

84）ノンコミットメント型ライツ・オファリングを実施する会社は，時価総額が相対的に小さく，しかもオーナー経営者等の持株比率が高いといった構造的に流動性の低い会社が多いため，既存株主に新株予約権の投げ売りを強いる状況が生じているとする（大崎，前掲注69）p.4）。

85）この点，コミットメント型ライツ・オファリングであれば，権利行使しない新株予約権は，発行会社に買い取ってもらえるため，権利行使圧力や売却圧力は生じにくい。ただし，その買付価格次第では同様の問題が起こり得る。

86）このような情報開示は，発行会社による責任回避のためのエクスキューズには役立っても投資者保護に資するものとはいい難い（大崎，前掲注1）pp.32－33）。

87）もちろん，経営再建としての増資一般が否定されるべきではなく，そのための一手段としてのライツ・オファリングを否定するつもりもない。

あると考えられる。

後者の権利行使圧力や売却圧力をもたらす要因となる大幅なディスカウントによる権利行使価格の設定に関し，株主割当てであっても有利発行規制の適用を求めるべきとする見解がみられる[88]。すなわち，既存株主にとって払込みを強要する効果を持ち，市場のチェックが働きにくいことから，取締役会のみによる権限のみならず，株主総会の関与が必要であるとする趣旨である。会社法は，全株式譲渡制限会社の株主割当てについては，株主は募集株式の申込みをすればその比率を維持できるものの，払込みをしなければ希釈化損失を被るため本当は望まない募集株式の申込み・払込みを株主が事実上強制されるおそれがあることなどから[89]，原則として株主総会の特別決議を要求している（会社法199条1・2項，309条2項5号）。すなわち，権利行使圧力に対する株主関与について会社法上はその考え方を認容していることとなる（もっとも，これは全株式譲渡制限会社についての規律であり，本稿で検討している上場会社に対するものではないことに留意が必要である）。そのため，新株予約権の公正な価格による市場売却ができないような状況下における権利行使圧力や売却圧力の誘引については，既存株主の意思を関与させることを一概には否定できないと考えられる。

そうであるとすると，前者の新株予約権の市場価格が理論価格を平均的に下回っている状況下における大幅なディスカウントによる権利行使価格の設定についてはどのように考えるべきであろうか。そもそも，ライツ・オファリングは，追加出資を望まない既存株主にとっては，新株予約権の公正な市場価格による売却によって利益配慮が図られるスキームであることに鑑みると，市場売却することを当初から内包した制度設計が求められるべきこととなる。すなわち，ここに株主意思の関与を必要とする根拠が認められる。

敷衍すれば，有利発行規制の趣旨は，既存株主の利益保護にあり，既存株主から新株取得者への利益移転を制約することにある。そのため，会社法は有利発行を一律に禁止するのではなく株主の承認を求める制度設計をとっている。換言すれば，払込金額が引受人に特に有利であっても既存株主の同意があれば発行を認め得ることとなる。既述のように新株予約権無償割当てにおいては，本来は経済的価値を有する新株予約権を無償で割り当てることとなるため，特に大幅なディスカウントにより設定された権利行使価格は，新株予約権の価値を上昇させるため[90]，有利発行の対象となり得るものである。ただし，すべての株主に割り当てられる新株予約権はその性質上，既存株主にとって利益移転に伴う不利益が生じないことから，法制度上はその適用対象外とされている。しかし，仮に既存株主に利益移転に伴う不利益が生じ得るとした場合には，その趣旨に鑑み，既存株主の意思を関与させるための手続の必要性が高まることとなる[91]。すなわち，ライツ・オファリ

88）旧商法下における新株引受権に係る株主割当てに関する見解であるが，現在においても有益な示唆を与えるものと考えられる（浜田道代［1996］「企業金融と多数決の限界」『私法』58号，p.103）。

89）江頭，前掲注6）p.728。相澤，前掲注17）p.54。なお，会社法202条と277条のライツ・オファリングの法制上の手続きの整合性がとれていないことについて（洲崎博史［2014］「新株発行等・新株予約権発行の法規制をめぐる諸問題　Ⅱライツ・オファリング」『商事法務』2041号，p.19）。

90）一般的に新株予約権の評価は，①親株の株価，②権利行使価格，③当該親株のボラティリティ，④権利行使期間，⑤金利を各要素として算出することができる（吉本，前掲注19）pp.50－51）。

91）もちろん，利益移転に伴う不利益がわずかでも生ずれば，常に株主総会の決議を経ることが既存株主の利益に適うとも限らない。この点は，大幅なディスカウントの概念について，どのような場合に取締役会にのみ決定権限を与え，ど

ングは権利行使しない新株予約権を市場売却することがそのスキームの中に内包されているのであり，基本的には株主割当ての変形と位置づけることができるものの，新株予約権を市場で取得することにより多数の新規投資者が増加するという点で公募の要素も含んでいるのである[92]。

懇談会報告においても，ロジックは異なるものの増資の合理性の評価や規律を求める観点から，株主の承認を得たことを新株予約権の上場基準に追加することが提言されているところである[93]。

（2）ディスカウント率制限規制

もっとも，ライツ・オファリングが円滑に普及するためには，その手続きの簡素化と期間の短縮が常に求められているところであり，株主の意思確認のための手続きは，資金調達のための最も重要な要素である迅速性・機動性に欠けるという嫌いがある。すなわち，株主の関与を必須とするような制度設計は，既存株主の利益保護を重視するあまり，発行会社における機動的な資金調達という機能を損なうこととなり，結果として，発行会社の円滑な事業活動を阻害し，かえって既存株主の利益を害することにもなりかねない。

そのため，実務的観点を優先し，新株予約権の公正な価格による市場売却ができないような状況下においては，新株予約権の権利行使価格について，発行決議日前日の親株の株価と比較したディスカウント率に一定の数値的な制限を設けることも一考に値する。このことは，大幅なディスカウントによる株価下落を防止するといった効果もあると考えられる[94]。

（3）新株予約権の公正な価格形成の確保

もとより，権利行使価格設定に伴う株主関与の根拠は，追加出資を望まない既存株主にとっての新株予約権の公正な価格による市場売却ができないことに起因するものである。したがって，新株予約権の公正な価格形成が確保されるのであれば，この点は理論上解消されるものと考えられる。懇談会報告ではこの問題点への対応策として，新株予約権の上場の時期を権利行使期間の開始後とすべき旨を提言している。すなわち，権利行使期間の開始後には親株の発行総数が増加して裁定取引のための借株が容易になるため，新株予約権の市場価格と理論価格との乖離の程度が小さくなることが見込まれるためである。この点，現行会社法下においては新株予約権割当後直ちに上場することができないため，一定期間新株予約権の流通の場を失うなどの弊害も想定されることから，平成26年改正会社法の施行を待って実施することが適当としている[95]。

ライツ・オファリングが既存株主の利益配慮のための増資手法と評価されるための最大の課題は，新株予約権の公正な価格形成の確保にあ

のような場合に株主総会に決定させるかの権限分配をめぐる問題に帰着する。

92）大崎，前掲注4）p.3。大崎，前掲注1）p.28。

93）もっとも，大幅なディスカウントによる権利行使価格の設定に関する手続規制は，立法的な整備によることが本筋である。ただし，ソフトローにおいてどのような規律を求めるかは会社法制とは別の観点があり得る。市場環境に即応したより機動的な政策的観点が活かせるところにソフトローの意義がある。この点，懇談会報告においてみられるように，証券取引所の上場基準において株主の承認を得たことを設けることは有効である。

94）一般的に，株式の時価からディスカウントされた金額を基準に新株予約権の権利行使価格が設定されるため，理論上，資金調達後の株価は，資金調達前の時価と新株予約権の権利行使価格の間の理論価格まで下落することになると考えられる（有吉，前掲注23）p.33）。

95）平成26年改正会社法が施行されただけでは，権利確定日の翌日から直ちに新株予約権の行使が可能となる状況が実務上保障されてはおらず，証券保管振替機構におけるシステム面での対応が重要であるとされる（大崎，前掲注2）p.4）。

ると考えられ，そのための方策として懇談会報告の提言は妥当である。これに加え，ライツ・オファリングはスキームや手続きとして複雑な面があるとも評されており[96]，投資者の理解を十分浸透させるための周知・啓蒙に努めることが重要と考える。多様な投資者が参加して厚みのある適正な取引が行われることが公正な価格形成には不可欠である。

ただし，新株予約権が上場されていたとしても，株式のような十分な流通量が見込まれない場合も想定され，上場期間も限定されるなど，公正な価格形成の確保に支障となるような基礎的環境の違いが認められることに留意が必要である。この点，公正な価格形成が阻害されるような構造的な要因があらかじめ想定されるのであれば，既述のような株主意思の関与やディスカウント率制限規制を制度設計する必要性が高まる。

（4）業績不振会社への対応

懇談会報告は，ノンコミットメント型ライツ・オファリングの実施に関し，増資の合理性を評価する仕組みの導入について提言している。すなわち，ノンコミットメント型ライツ・オファリングによる増資の合理性を評価するためのプロセスを導入することとし，その評価の手続きとして，①証券会社による引受審査に準じる審査を求めること，又は，②株主総会などによる株主の意思確認によって株主の承認を得ることのいずれかを新株予約権の上場基準に追加すること。また，これに加え，証券会社の審査や株主の承認の実効性を確保する観点[97]から，③ノンコミットメント型ライツ・オファリングに係る新株予約権を上場するには，上場会社が一定の業績基準（2 期連続赤字又は債務超過でないこと）を満たしていることを上場基準に追加することとしている[98]。

すなわち，ノンコミットメント型ライツ・オファリングにおいては，その合理性を評価する第三者によるデュー・デリジェンスが存在しないことを最大の課題として捉え，ここに証券会社又は株主を介在させようとするものと評価される[99]。もっとも，これに関しては，発行会社の視点からみると，コミットメント証券会社への対価が必要とならず，引受審査に対応する必要もなく，他の資金調達手段をとり得ない局面でも自力で実行できる点がノンコミットメント型の魅力であることが指摘されている[100]。また，現実にノンコミットメント型ライツ・オファリングによって資金調達をした会社の代表者は，ライツ・オファリングは既存株主から発行会社に直接資金が払い込まれるため，そこに第三者を主体的に関与することは必ずしも求められないことが，従来の方法以上に株主の存在を意識することになるとする見方が示されている[101]。すなわち，証券会社を念頭に置いた第三

96）有吉，前掲注 22）p.28。

97）懇談会報告において，ノンコミットメント型ライツ・オファリングでは，証券会社による審査を求めても，当該証券会社は，未行使分についての払込みをする責任を負うわけではないため，審査の実効性を確保するための措置が必要であるとする。同様の観点から，株主は直接的な利害関係を有しているため増資の合理性を判断するに相応しい立場ではあるものの，会社の業績が悪化した状況下では，株主は合理的な判断を下さない可能性があるため，承認に対する実効性を確保することのできるような措置が必要であるとする。

98）もっとも，新株予約権の上場基準が改正されたところで，新株予約権を非上場とするノンコミットメント型ライツ・オファリングが実施される懸念が示唆されている（大崎，前掲注 2）p.5）。

99）懇談会報告提言が実現されると，ノンコミットメント型はなくなり，コミットメント型に収束するという見方も示されている（西北十六［2014］「ライツ・オファリング定着に当たっての今後の展望」商事法務 2041 号 p.82。

100）柴田・舩越・川端，前掲注 72）p.78。

101）寺下史郎［2013］「今後の企業の資本調達の主役になる可能性も」『金融財政事情』3048 号，p.17。

者が関与しないほうが株主重視の円滑な資金調達が可能となるという主張である。

もちろん，ライツ・オファリングをめぐる健全な市場環境の下においては，これらの主張も評価することができる。また，コミットメント契約がないことをもって証券会社や株主の関与を強制づけることは過剰規制との評価も免れない。しかし，問題となるのは，既述のような市場環境の歪みの存在であり，これを積極的に利用しようとする資本市場の質的低下への動機付けである[102]。そのため，現下のライツ・オファリングをめぐる市場環境の歪みを解消することが正常化への第一歩となり，そのために市場仲介者として公正かつ健全な市場機能を確立させる役割を担う金融商品取引業者や直接の利害関係者である既存株主を介在させることはやむを得ない対応と考えられる[103]。なによりも，ライツ・オファリングは発行会社のすべての株主を巻き込んで直接影響を与える極めて強い効果をもたらす手法であることに留意が必要である。

これらに加え，上場基準において，上場会社の業績基準のような外形的基準を設けることは，一律に新株予約権の上場を認めないことを意味することから疑義は残るものの，懇談会報告における問題意識を優先すると，明確性や実効性の観点からは有効なものと考えられる。もっとも，市場環境の歪みが解消した際には，このような一律の外形的基準によるよりは，業績不振会社に対してのみ，増資の合理性に対する客観的な立場から経営者の判断を規律づけるような仕組みの導入のほうがより適切な形であるように思われる。

9．ライツ・オファリングをめぐる一連の制度整備の意義

現状，ライツ・オファリングは中小規模の発行会社による選択肢として実現してきているところ[104]，一般論として，既存株主にとって希釈化の影響を受けにくいものであることや発行会社にとって大規模な資金調達を可能としやすいことなどの点で優れた増資手法と評価されている[105]。一連の制度整備の中には，まだ施行されていない改正も含まれており，会社法の改正が実施されると，ライツ・オファリングに関する制度整備が一段落することとなり，実務上，ライツ・オファリングが増資手法としてより利用可能性の高いものとなることが示唆されている[106]。

公募や第三者割当てによる増資に対する問題が指摘される中で，既存株主にとって希釈化の影響を受けにくいなどの特性を有するライツ・オファリングによる増資手法を用いることが望ましい場面も想定され，ライツ・オファリングが現実的な選択肢の一つとして利用可能となることは重要なことと考える。

もっとも，既存株主の保有する上場株式の持株比率や経済的価値についての希釈化の問題

102）デュー・デリジェンス機能がなければ，発行会社だけの判断による適切でないライツ・オファリングが行われる懸念がある（大崎，前掲注1）p.30）。

103）資金調達が企業価値の向上に資することについての合理的な判断を金融商品取引業者に委ねることについて議論もあり得るが，金融商品取引業者には，金商法上の様々な規制が課されるとともに金融庁の監督下に置かれている。そして，自主規制規則における引受審査項目には，発行会社が将来にわたって投資者の期待に応えられるか否か，募集が資本市場における資金調達としてふさわしいか否か及び発行会社の情報開示が適切に行われているか否か等の多様な観点から適正に行わなければならないことが義務付けられている（引受規則12条）。

104）アメリカではライツ・オファリングはほとんど行われておらず，これを行う会社は公募が困難な会社，危ない会社という雰囲気があるとする（三原秀哲幹事発言[2010]法務省法制審議会会社法制部会第5回会議議事録（平成22年9月29日）以下「法制審議事録」という。）。

105）有吉，前掲注23）p.34。

106）有吉，前掲注22）p.25。

は，公募増資の場合であっても，既存株主が公募に応じることや市場で買い増すことによって希釈化を回避することができる。同様に，第三者割当増資の場合であっても，既存株主は市場で買い増すことによって希釈化を回避することが可能である。そもそも，ライツ・オファリングは既存株主全員に付与されることから 1 株主当たりの希釈化は起こらないものの，1 株当たりの希釈化は起こり得ることは既述のとおりである。したがって，株価に対する影響は，公募増資や第三者割当増資と同様に受けることとなる。すなわち，ライツ・オファリングは，既存株主がその持分割合に応じて新株予約権を付与されるため，優先的に増資分の株式を引き受ける機会を得ることができるものの，希釈化を防ぐという観点からあらゆる面において絶対的に優れた増資手法とはいえないことには留意が必要である[107]。

また，ライツ・オファリングは，時価より低い価格で株式を取得できるため，既存株主にとって有利であるとする見方も可能であるが，時価を下回る新株発行はその結果として株価を下落させることとなるので，既存株主にとって発行決議時点の株価と発行価格との差額を享受できることにはならないことも既述のとおりである。

さらに，第三者割当増資の問題点の一つとして指摘される発行会社の経営者が支配株主を選択することができるという点についても，資金調達の緊急性が高い場合において，第三者割当てによる株式の発行で柔軟な対応への選択肢を塞ぐことはかえって株主の利益に反する場合もあるといえる。

ライツ・オファリングが既存株主の利益に配慮した資金調達手段であるという理解は誤りではないものの，確信的に正しいともいい難い。他方，公募増資や第三者割当増資が常に既存株主の利益を損なう資金調達手段であるという理解も正しくない。ライツ・オファリングに関する一連の制度整備は，我が国の増資の手段をライツ・オファリングに集約させようとするものではなく，資金調達手段の一つとして自由な選択肢の幅を拡大するとともに，そこに一定の規律を働かせることを目的としたものと捉えることができる。

会社法見直しの議論の中でみられた，ライツ・オファリングによる資金調達をより円滑に行うことができるようにするという観点から，新株予約権無償割当てに関する規律の見直しを検討することについて，ライツ・オファリングを増資の原則とすべきという考え方ではなく，多様な資金調達手段の中から，発行会社の財務状況，市場環境の現状や将来予測等を踏まえて高度な経営判断を伴って決定し得る選択肢を用意するといった考え方を尊重すべきと考える[108]。

10. むすびに代えて

ライツ・オファリングが既存株主の利益に配慮した資金調達手段として評価されるのは，あくまでも新株予約権の条件や資金調達の目的が適正なものであることが前提となる。資金調達手段が投資者により本質的な評価を受けるのは，結局のところ，増資の手段に対する工夫ではなく，発行会社が増資によって調達した資金をいかに有効に活用し，企業価値の向上に結び付けることができるかという点に帰着する[109]。

107）有吉，前掲注 23）p. 33。

108）これだけ個人株主が少ない社会でライツ・オファリングをすると，株主構造を固定化することとなるため，公募を基本として捉えて個人株主を増やし，ある程度の段階でライツ・オファリングにしていき，最後の手段として第三者割当てを位置づけるというのが今後考えていくべき構想とする見解は注目される（上村達男委員発言・法制審議事録）。

109）有利発行規制の趣旨の前提には，発行の時点では既存株主に不利益であっても，中長期的には企業価値が増加するというロジックの合理性があるとする（吉本健一[2014]「新株発行等・新

すなわち，実効性のあるエクイティ・ストーリーについて説得力をもって明確に示すことこそが，既存株主を含めた投資者保護に資することになると考える。

このような観点から，ライツ・オファリングによる資金調達手段が，投資者全体の利益に配慮したものとして，さらなる制度整備が進み，適正な実務慣行が形成されていくことが期待される。

（注）本稿脱稿後，東証上場制度懇談会は，「新株予約権証券の上場制度の見直しについて」（平成 26 年 9 月 3 日）を公表し，上場基準の見直しを図ることを明らかにしている。また，日本取引所自主規制法人は，「エクイティ・ファイナンスの品質向上に向けて」（平成 26 年 10 月 1 日）を公表し，株主や投資者の利益を損わないような基本的なプリンシプルを明示している。

株予約権発行の法規制をめぐる諸問題　Ⅰ総論」『商事法務』2041 号，p.5。