

2013年4月26日 全38頁

# 【検証・制度改革】 利用が進まない金融・市場制度

「失われた20年」補遺 「矢は的を射抜いたか？」

金融調査部 主任研究員  
横山 淳

## [要約]

- この10年間に、様々な新制度の導入や既存の制度の見直しが行われてきた。これらのうちには、一定の成果をあげたと評価できるものもある一方で、必ずしも期待通りの成果をあげていないものもある。
- 本稿では、これらのうち主なものについて、①導入（見直し）を行ったものの利用が進まないもの、②利用はされている（又は義務付けられている）が、当初想定されたのとは異なる影響を生じているもの、③利用が進まないことを受けて、最近、新たな対応策がとられることとなったものに分けて、その論点の整理を試みた。

## 【目次】

はじめに	2
I 利用が進まない制度	2
1. 委員会設置会社	2
2. 三角合併、三角株式交換	6
3. 無議決権株式、「議決権の少ない株式」のみの上場	9
4. プロ向け市場	13
5. 有価証券報告書の総会前提出	18
II 導入当初の期待とは異なる影響を生じた制度	21
1. 最良執行義務（最良執行方針等）	21
2. 全部取得条項付種類株式と少数株主のキャッシュ・アウト	23
III 利用が進まないことを受けて、最近、新たな見直しが行われた制度	28
1. 総合取引所	28
2. ライツ・オファリング（ライツ・イシュー）	32

## はじめに

この10年の間に、公正性確保、活性化、投資者保護などを目的として、様々な新制度の導入や既存の制度の見直しが行われてきた。これらのうちには、一定の成果をあげたと評価できるものもある一方、必ずしも期待通りの成果をあげていないものもある。具体的には、導入（見直し）を行ったものの利用が進まないもの（Ⅰ章）や、利用はされてはいる（又は義務付けられている）が当初想定されたのとは異なる影響を生じているもの（Ⅱ章）がある。本稿では、こうした期待された効果があがっていない制度の見直しのうち代表的なものについて、その論点の整理を試みたい。また、利用が進まないことを受けて、最近、新たな対応策がとられることとなったものについては、別の章（Ⅲ）にまとめている。

なお、本稿では、あくまでも代表的なもののみを取り上げており、網羅的な分析とはなっていない。また、文中の意見にかかわる箇所は、あくまでも筆者の個人的見解であることを、予め、お断りしておく。

## I 利用が進まない制度

### 1. 委員会設置会社

#### (1) 委員会設置会社とは

委員会設置会社とは、「指名委員会、監査委員会及び報酬委員会を置く株式会社」と定められている（会社法2条12号）。一言では、監査役を置かない米国型のガバナンスを採用する株式会社といえるだろう。委員会設置会社の主な特徴を簡単にまとめると、次のようになる。

- ①社外取締役が過半数を占める3つの委員会（指名委員会、報酬委員会、監査委員会）を設置する。
- ②業務の監督を行う取締役会と、業務の執行を行う執行役が分離される。
- ③監査役（会）は設置されない。

#### (2) 導入の経緯

委員会設置会社制度は、2002年の「株式会社の監査等に関する商法の特例に関する法律」（商法特例法）の改正により「委員会等設置会社」として導入された。その後、会社法制定に伴い名称を「委員会設置会社」に改めて引き継がれている。

### (3) 導入後の状況と評価

東京証券取引所（以下、東証）の上場会社（約 2300 社）中、委員会設置会社を採用しているのは 51 社（2.2%）にとどまる<sup>1</sup>。

委員会設置会社制度の問題点としては、次のような点で、いわゆるモニタリング・ボードとして中途半端であるといった批判<sup>2</sup>がある。

- ① 2 名以上の「社外」取締役は要求されているが、「独立性」までは要求されていない。
- ② 委員会レベルで社外取締役が過半数を占めることを求めているにすぎず、取締役会レベルで社外取締役が過半数を占めることを求めているわけではない。

しかし、こうした課題はあるものの、総合的に見れば、わが国における株式会社が選択可能な機関設計の中では、コーポレート・ガバナンス体制として、比較的、評価されている制度であることも事実であろう<sup>3</sup>。にもかかわらず、導入が進まない大きな理由については、「指名委員会及び報酬委員会を置くことへの抵抗感等から、広く利用されるには至っていない<sup>4</sup>」との説明がなされる場合が多い。

これは、実質的に後継者を指名できることを自らの権力や求心力の源としている経営者が、委員会設置会社における指名委員会の存在を嫌っていることを意味するものといえるだろう。確かに、委員会設置会社であれ、監査役（会）設置会社であれ、取締役の選任には、株主総会の承認が必要である点は変わらない（会社法 329 条）。しかし、会社側として株主総会に提出する取締役選任議案（つまり、次期取締役候補者）は、監査役（会）設置会社の場合、取締役会が決定する（会社法 298 条 1、4 項）。それに対して、委員会設置会社の場合、社外取締役が過半数を占める指名委員会が決定することとなる<sup>5</sup>（会社法 404 条 1 項）。

同様に、実質的な報酬の決定権限を自らの権力や求心力の源としている経営者にとっては、委員会設置会社における報酬委員会は、「目の上のコブ」ともいえる存在であろう。確かに、会社法上、監査役（会）設置会社において、取締役の報酬等は、定款の定めか、株主総会の決

<sup>1</sup> 2013 年 2 月 28 日時点で東京証券取引所の「コーポレート・ガバナンス情報サービス」で閲覧可能な各社の「コーポレート・ガバナンスに関する報告書」による。

<sup>2</sup> 一般社団法人日本取締役協会監修『独立取締役の現状と課題—社外取締役から独立取締役へ—』（『別冊商事法務 No. 359』、2011 年）pp. 8-9（落合誠一執筆箇所）など参照。

<sup>3</sup> 太田洋「委員会設置会社の機関設計の柔軟化と『監査・監督委員会』設置会社」（西村高等法務研究所責任編集、落合誠一・太田洋編著『会社法制見直しの論点』（商事法務、2011 年）所収）p. 124 参照。機関投資家の議決権行使基準等においても、例えば、「原則として賛成する」（地方公務員共済組合連合会「株主議決権行使ガイドライン」II 1(1)）、「原則として肯定的に判断する（以下略）」（大和投資信託「議決権行使にあたっての基本的な考え方」II 2. (14) 3.）など、委員会設置会社を肯定的にとらえているものが、よく見られる。（地方公務員共済組合連合会）[http://www.chikyoren.or.jp/sikin/pdf/guideline\\_h25.pdf](http://www.chikyoren.or.jp/sikin/pdf/guideline_h25.pdf)  
（大和投資信託）<http://www.daiwa-am.co.jp/company/managed/governance.html>

<sup>4</sup> 法務省民事局参事官室「会社法制の見直しに関する中間試案の補足説明」（平成 23 年 12 月、以下、「補足説明」）p. 4。法務省のウェブサイト（<http://www.moj.go.jp/content/000082648.pdf>）に掲載されている。

<sup>5</sup> 加えて、執行役に委任することは許されない（会社法 416 条 4 項 5 号参照）。

議による承認が必要と定められている（会社法 361 条）。しかし、実務上は、取締役報酬等の総額（上限）について、株主総会に諮った上で、その総額を個々の取締役の間でどのように配分するかについては、取締役会に一任を求めるのが一般的である<sup>6</sup>。その結果、経営者は、（法律上、社外取締役の設置は必要とされていない）取締役会への影響力を行使することで、個人別の報酬等の配分に関してコントロールすることが可能となる。事実、有価証券報告書における「役員の報酬等の額又はその算定方法の決定に関する方針」の開示において、代表取締役に実質的な決定権限がある旨を、正直に、開示している会社も存在している<sup>7</sup>。それに対して、委員会設置会社の場合、社外取締役が過半数を占める報酬委員会が、個々の取締役への配分も含めて、決定することになる（会社法 404 条 3 項、409 条）。

このように考えれば、委員会設置会社の導入が進まないことは、必ずしも制度に問題があることが原因とばかりもいえないように思われる。むしろ、「会社の役職員の人事・報酬は、最終的には経営者が監督、モニタリングするとしても、その経営者自身の人事・報酬は、一体、誰が監督、モニタリングするのか？」というコーポレート・ガバナンスの根幹にかかわる問題が、わが国においては未消化のまま残されていることこそが、最も大きな阻害要因であるように感じられる。そして、経営者が委員会設置会社に抵抗感を示しているという事実そのものが、「指名」及び「報酬」こそ、まさにコーポレート・ガバナンスの要諦・根本であることを、図らずも示しているように思われてならない。

委員会設置会社の導入が進まないことなどを踏まえ、2012 年に法制審議会で採択された「会社法制の見直しに関する要綱」<sup>8</sup>（以下、「要綱」）では、新たに「監査・監督委員会設置会社」制度を導入することが提言されている。「監査・監督委員会設置会社」制度とは、監査役（会）を置かない代わりに、社外取締役が過半数を占める監査・監督委員会を設置するという機関設計の株式会社である。既存の機関設計との関係で、監査役会設置会社における監査役会を「取締役会」の中に取り込み、監査役を「監査・監督委員である取締役」とするもの<sup>9</sup>、あるいは委員会設置会社から指名委員会と報酬委員会を除いたもの（設置を任意としたもの）<sup>10</sup>、といった説明がなされる場合もある。

「要綱」が予定する監査・監督委員会設置会社制度の導入に対しては、「社外取締役の普及に貢献する」<sup>11</sup>、「外国人からみてもわかりやすい機関設計」<sup>12</sup>、非業務執行役員の「職責の明確

<sup>6</sup> 江頭憲治郎『株式会社法（第3版）』（有斐閣、2009年）pp. 416-417 など参照。

<sup>7</sup> 拙稿「役員報酬開示の現況（2011年版）」（2011年9月21日付レポート、<http://www.dir.co.jp/research/report/law-research/securities/11092101securities.html>）など参照。

<sup>8</sup> 法務省のウェブサイト（<http://www.moj.go.jp/content/000102013.pdf>）に附帯決議とともに掲載されている。拙稿「会社法制見直しの要綱案」（2012年8月22日付レポート）も参照（<http://www.dir.co.jp/souken/research/report/law-research/commercial/12082201commercial.html>）。

<sup>9</sup> 厳密には、監査・監督委員（会）は、監査役（会）と異なり、常勤者の設置が義務付けられない、監査権限が、適法性監査だけではなく、妥当性監査に及ぶなどといった相違点がある。

<sup>10</sup> 厳密には、監査・監督委員は、任期や選任方法などの点で、（委員会設置会社の）監査委員とは異なる。

<sup>11</sup> 前田雅弘・静正樹・牧野達也・石井裕介「座談会『会社法制の見直しに関する要綱』の考え方と今後の実務対応」（『商事法務』No. 1978（2012年10月5日号））p. 23 静発言など。

<sup>12</sup> 前田雅弘・静正樹・牧野達也・石井裕介「座談会『会社法制の見直しに関する要綱』の考え方と今後の実務対応」（『商事法務』No. 1978（2012年10月5日号））p. 22 前田発言など。

化の時計の針が進んでいく」<sup>13</sup>など肯定的な評価もなされている。もちろん、これらの評価がなされるだけの理由があることは、筆者としても理解しているつもりである。しかし、委員会設置会社との比較では、指名委員会、報酬委員会の設置を求めないという点で、コーポレート・ガバナンスの根幹部分（「指名」、「報酬」）を緩めたと受け止められかねない面があることも事実だろう。

もちろん、「要綱」も、このような問題点を踏まえて、社外取締役が過半数を占める監査・監督委員会に、監査・監督委員以外の取締役の選解任や報酬に対して意見を述べる権限を与えることで、一定のチェック機能を果たさせようとしている。その意味では、こうした部分も含めて、「監査・監督委員会制度は、監査役会設置会社から委員会設置会社への移行のための過渡的な制度として位置付けるのが一つの説明」<sup>14</sup>と評価するのが妥当なのかもしれない。

いずれにせよ、上場会社は、「指名」や「報酬」にかかわる問題の重要性を認識し、市場・投資者が抱く、わが国の上場会社のコーポレート・ガバナンスに対する疑念を払拭するように努力することが望まれるだろう。

ちなみに、欧米のみならず、アジア諸国においても、いわゆるソフト・ローを通じて、上場会社における「指名」や「報酬」について、原則、独立取締役の関与を求めることが標準化しつつある<sup>15</sup>。もちろん、個々の企業のガバナンスの巧拙は、単純な独立取締役の有無や数のみで決まるわけではない、というのも正論ではあるだろう。しかし、グローバル・スタンダードが形作られる中で、あえて、わが国の固有のやり方（ドメスティック・スタンダード）を貫くのであれば、それ相応の説明責任を果たす必要があるものと筆者には思われる。あるいは、発想を転換して、ガバナンスに関しても、グローバル・スタンダード準拠企業とドメスティック・スタンダード準拠企業とで市場を分けるというのも、考え得る一つの方策だろう<sup>16</sup>。

<sup>13</sup> 武井一浩「プラスを伸ばすガバナンスと独立取締役」（『商事法務』No. 1994（2013年3月25日号））p. 6。

<sup>14</sup> 神作裕之「コーポレート・ガバナンスと取締役会のあり方」（『商事法務』No. 1993（2013年3月15日号））p. 11。

<sup>15</sup> 例えば、シンガポールでは、“Code of Corporate Governance 2012”において、原則、委員長を含む過半数が独立取締役の指名委員会（Nominating Committee）と報酬委員会（Remuneration Committee）の設置が求められている（4.1、7.1）。香港でも、香港取引所の上場規則（Main Board Listing Rules）により、委員長を含む過半数が独立取締役の報酬委員会（Remuneration Committee）の設置が義務付けられ（3.25），“Principles of Good Governance, Code Provisions and Recommended Best Practices”において、原則、独立取締役が過半数を占める指名委員会（Nomination Committee）の設置が求められている。大韓民国でも、“Code of Best Practices for Corporate Governance”において、原則、指名委員会（nomination committee）の過半数、報酬委員会（compensation committee）の全員は社外取締役とすることを求めている（6.3）。

[http://rulebook.sgx.com/en/display/display\\_main.html?rbid=3271&element\\_id=5885](http://rulebook.sgx.com/en/display/display_main.html?rbid=3271&element_id=5885)

[http://www.hkex.com.hk/eng/rulesreg/listrules/mbrules/Documents/consol\\_mb.pdf](http://www.hkex.com.hk/eng/rulesreg/listrules/mbrules/Documents/consol_mb.pdf)

[http://www.ecgi.org/codes/documents/cbp\\_korea\\_2003\\_en.pdf](http://www.ecgi.org/codes/documents/cbp_korea_2003_en.pdf)

<sup>16</sup> 吉井一洋「東証により高品質な新市場創設を一東証プレミアム市場創設の提案」（『月刊資本市場』No. 322（2012年6月号））pp. 50-59、<http://www.dir.co.jp/publicity/magazine/pdf/12061501.pdf> など参照。

## 2. 三角合併、三角株式交換

### (1) 三角合併、三角株式交換とは

三角合併とは、通常、消滅会社の株主に、合併の対価として、存続会社の株式ではなく、存続会社の親会社の株式を交付する合併形態のことをいう。図表 1 でいえば、A社を消滅会社、B社を存続会社とする合併に当たって、A社（消滅会社）株主には、存続会社であるB社の株式ではなく、その親会社に当たるBホールディングス社の株式が割り当てられる。

同様に、株式交換において、完全子会社となる会社の株主に対して、完全親会社となる会社の株式ではなく、その親会社の株式を交付する形態のことを、一般に、三角株式交換と呼んでいる（図表 1 参照）。

### (2) 導入の経緯

2005 年改正以前の（旧）商法の下では、吸収合併における消滅会社（ここではA社とする）の株主に割り当てられる対価は、原則として、存続会社（ここではB社とする）の株式に限定されるものと解されてきた。それが 2005 年制定の会社法で、合併等における、いわゆる「対価の柔軟化」が認められたことに伴い、存続会社（B社）の株式に限定されず、その対価を自由に決定することができるようになった（会社法 749 条 1 項 2 号、3 号など参照）。これは株式交換の対価についても同様である（会社法 768 条 1 項 2 号、3 号など参照）。

この「対価の柔軟化」を利用することにより、合併契約において、例えば、消滅会社（A社）の株主に交付する合併の対価となる財産を「B社（存続会社）の 100%親会社（ここではBホールディングスとする）株式」、その数を「A社株式 1 株につき、Bホールディングス株式〇株」と定めることで、いわゆる「三角合併」が可能となった。

三角合併を含む「対価の柔軟化」の導入は、「組織再編の効率性・迅速性を高めるとともに、組織再編の促進を通じて、M&A市場を育成し、市場における淘汰を通じて、わが国経済を活性化させるとの観点」<sup>17</sup>から実施されたと説明されている。また、制度の導入に対しては、国外だけではなく、国内（特に経済団体）からも強い要望があったとされている<sup>18</sup>。

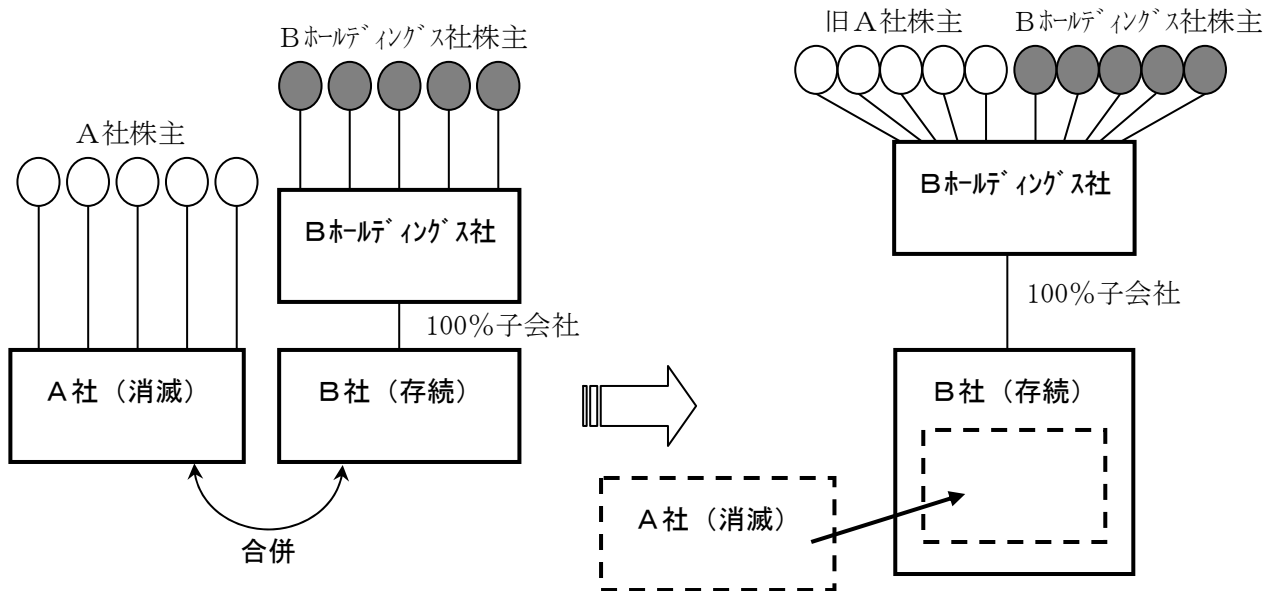
ところが、会社法の制定に向けた審議が大詰めを迎えたころから、一部の論者が、三角合併が可能となれば、わが国を代表する大企業でさえも、時価総額に勝る外国企業によって容易に買収され得ると喧伝し、三角合併が外国企業による国内企業に対する敵対的買収を助長するとの論調が拡大した。これが、折からの敵対的買収事案や、いわゆるアクティビスト・ファンドの活動などとも結びつけられて、社会的な論争にまで発展することとなった。

<sup>17</sup> 相澤哲「合併等対価の柔軟化の実現に至る経緯」（『商事法務』No. 1801（2007年6月5日号））p. 6。

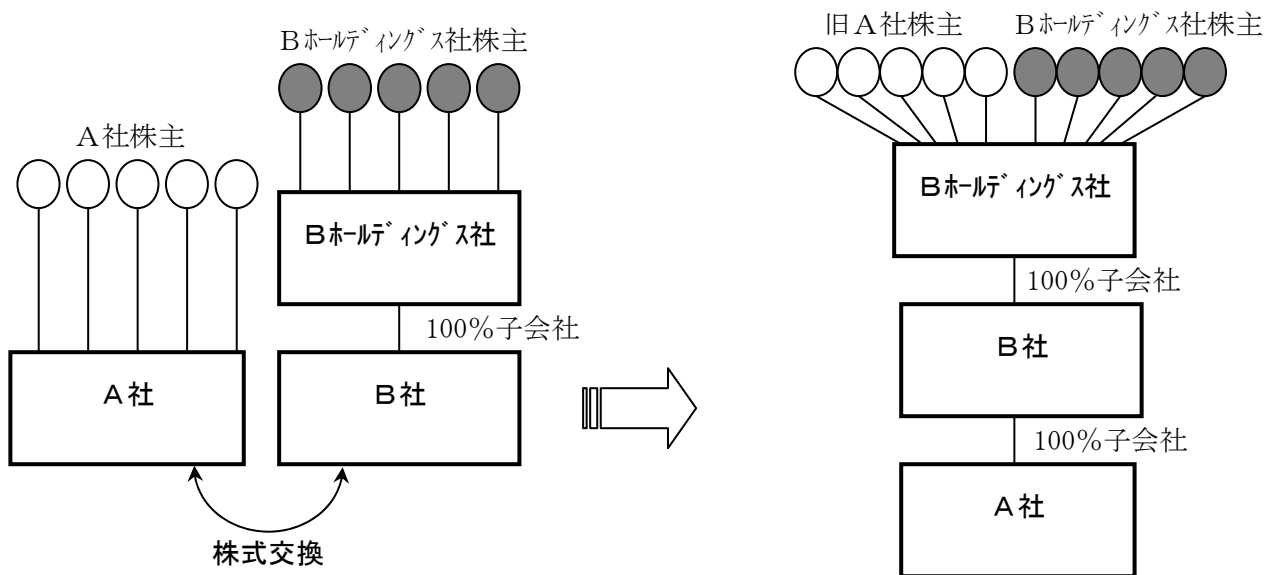
<sup>18</sup> 相澤哲「合併等対価の柔軟化の実現に至る経緯」（『商事法務』No. 1801（2007年6月5日号））pp. 6-7。

図表1 「三角合併」と「三角株式交換」

## 【三角合併】



## 【三角株式交換】



(出所) 大和総研金融調査部制度調査課作成

その結果、国内企業が「定款変更を要する企業買収防衛策を採用する機会を確保する」<sup>19</sup>ため、三角合併を含む「対価の柔軟化」の施行期日は、会社法そのものの施行期日（2005年5月1日）よりも、さらに1年先送りするという決着が図られることとなった。その後も、「対価の柔軟化」の施行期日（2006年5月1日）を迎えるまで、三角合併承認のための株主総会の決議要件や、三角合併に関する税制上の対応などを巡って、論争が続くこととなった<sup>20</sup>。

### (3) 導入後の状況と評価

社会的な論争にまで発展した「三角合併」問題であったが、少なくとも上場会社を対象とする大型案件で見ると、実施例は極めて少なく<sup>21</sup>、（当然の話だが）敵対的買収の事例は確認できない。今日では、そもそも「三角合併」という言葉自体、聞くことが少なくなった。

筆者は、当時から、三角合併が外国企業による国内企業に対する敵対的買収を助長するとの論調は、多分に誤解に基づくものであると、折に触れて主張していた<sup>22</sup>。その主な理由は、次の通りである。

- ①会社法上の合併や株式交換は、そもそも友好的買収のためのスキームであること。
- ②実施のためには、原則、株主総会の特別決議という高いハードルが必要とされること。
- ③わが国の上場会社を、わが国に上場していない外国会社が買収する場合、広く分散した株主に外国株式を割り当てるなどの事務負担が必要となること。
- ④株主の中には、対価として外国株式を割り当てられることを好まない個人株主や、外国株式を割り当てられてもファンドに組み入れられない機関投資家なども多いこと。

このような筆者の立場からすれば、三角合併が敵対的買収に用いられないのは当然の結果だといえる。また、友好的買収のケースについても、上記②～④の問題があるため、上場会社を

<sup>19</sup> 相澤哲「合併等対価の柔軟化の実現に至る経緯」（『商事法務』No. 1801（2007年6月5日号））p. 10。

<sup>20</sup> 相澤哲「合併等対価の柔軟化の実現に至る経緯」（『商事法務』No. 1801（2007年6月5日号））pp. 11-13、中東正文・松井秀征『会社法の選択—新しい社会の会社法を求めて』（2010年、商事法務）pp. 336-339など参照。

<sup>21</sup> 有名なものとしては、シティグループと日興コーディアルグループ（当時）の事案がある。なお、この事案は、厳密には、日興コーディアルグループがシティグループ・ジャパン・ホールディングス（日本法人）の完全子会社となり、その対価として、日興コーディアルグループの株主に、シティグループ・ジャパン・ホールディングスの完全親会社であるシティグループ・インク（米国デラウェア州会社）の株式を割り当てるという「三角株式交換」に該当する。詳細は、谷川達也・清水誠「シティグループと日興コーディアルグループによる三角株式交換等の概要〔上〕」（『商事法務』No. 1832（2008年5月5日号）pp. 55-62）、谷川達也・水島淳「シティグループと日興コーディアルグループによる三角株式交換等の概要〔下〕」（『商事法務』No. 1832（2008年5月25日号）pp. 19-26）など参照。

<sup>22</sup> 拙稿「三角合併の実務上の課題」（『企業会計』Vol. 59 No. 5（2007年8月号））pp. 63-73、「図説会社法案とM&Aに関するQ&A」（2005年5月19日付レポート）など参照。



前提にすれば、必ずしも容易ではなく、現実の実施例が少ないという現状は想定範囲内だと考えられる。もっとも、三角合併に「組織再編の促進を通じて、M&A市場を育成」する役割を期待していた人々にとっては、現状は失望以外の何物でもないという評価になるだろう。

筆者も、わが国におけるM&A市場の育成・活性化が重要な課題であることについては異論がない。ただし、M&A市場の育成・活性化を制度改正だけで促すことには無理があるものと思われる。

そもそも、M&Aは「手段」であって「目的」ではない。仮に、強いニーズが現に存在しているにもかかわらず、それを実現するための「手段」を制度が阻んでいる状況にあるのであれば、制度改正によって、大きな流れができることが期待できるだろう。しかし、単に制度を見直して「手段」を利用しやすくしたからといって、必ずしもニーズが生み出されるとは限らない。

また、仮に、制度改正による効果が期待される場合でも、M&Aに影響を与えるのは、会社法上の組織再編手続のみではないということである。会社法が定める株主保護や債権者保護の手続、金融商品取引法が定める公開買付け規制、その他にも、独占禁止法や税法など多様な法令が複雑に関係してくるのである。これらのうちの一部のパーツのみを取り上げて手直しをしたとしても、必ずしも十分な効果をあげることはならないものと思われる。

### 3. 無議決権株式、「議決権の少ない株式」の上場

#### (1) 無議決権株式、「議決権の少ない株式」

会社法上、議決権制限株式とは、「株主総会において議決権を行使できる事項について制限のある種類の株式」と定義されている（会社法 115 条）。

このうち、特に「取締役の選解任その他の重要な事項について株主総会における議決権が制限されている株式」を、東京証券取引所（以下、東証）の有価証券上場規程では「無議決権株式」と呼んでいる（東証有価証券上場規程 2 条 87 号）。

東証では、既存の上場会社が、例えば、上場している普通株式を無議決権株式に転換するなどして、既存株主の有する重要な事項に関する議決権を制限するような決議や決定を行うことは、原則、「株主の権利の不当な制限」に該当するとして上場廃止の対象とすると定めている<sup>23</sup>（東証有価証券上場規程 601 条 1 項 17 号、同施行規則 601 条 13 項 4 号など）。典型的には、一般の既存株主の議決権を制限することで、実質的に、ある特定の株主に、取締役の選解任や合併などの重要案件に関する拒否権を与えるケース（いわゆる黄金株）が、これに該当するだろう。しかし、新規上場であれば、株主保護の観点からの一定の措置が講じられていることを要件に、こうした無議決権株式のみを上場することも認められている（東証有価証券上場規程 205

<sup>23</sup> 株主及び投資者の利益を侵害するおそれが少ないと東証が認める場合は、この限りではないとされている。

条9号の2c、東証上場審査等に関するガイドラインⅡ6.(4)など。

なお、議決権を行使できる事項については差がないものの、実質的に保有する議決権の数が異なる複数の種類の株式が存在する会社が、実質的に議決権数が少ない方の株式<sup>24</sup>（以下、「議決権の少ない株式」と呼ぶ）のみを上場することについても同様である。すなわち、既存の上場会社が、上場している株式より実質的に保有する議決権の数が多いう株式を発行することで、既存株主の有する株式を実質的に「議決権の少ない株式」に変えてしまうような決議や決定を行うことは、原則、「株主の権利の不当な制限」に該当するとして上場廃止の対象となる<sup>25</sup>（東証有価証券上場規程 601 条 1 項 17 号、同施行規則 601 条 13 項 5 号など）。しかし、新規上場であれば、株主保護の観点からの一定の措置が講じられていることを要件に、こうした「議決権の少ない株式」のみを上場することも認められている（東証有価証券上場規程 205 条 9 号の 2b、東証上場審査等に関するガイドラインⅡ6.(4)など）。

## (2) 導入の経緯

2005 年制定の会社法により、種類株式の設計が柔軟化されたことから、無議決権株式についても多様な制度設計が可能となった。他方、1 株（あるいは 1 単元）当たりの議決権数そのものを株式の種類によって変えることは、会社法上、直接、認められてはいない（会社法 308 条 1 項）。しかし、複数の種類株式が存在している会社については、株式の種類ごとに異なる単元株式数を定めることができる<sup>26</sup>（会社法 188 条 3 項）。そのため、株式の種類ごとに、その権利内容（例えば、配当請求権など）と単元株式数を調整すれば、実質的に「議決権の少ない株式」を設計することも可能である<sup>27</sup>。

こうした状況を受けて、東証<sup>28</sup>や、経済産業省における企業価値研究会<sup>29</sup>などで、無議決権株式や「議決権の少ない株式」の上場のあり方などを巡って、議論が行われることとなった。その際の主な論点は、企業の資金調達や事業戦略の多様化というメリットと、既存株主への悪影響や実質的な買収防衛策としての機能といったデメリットをどのように調整するか、ということであったようである<sup>30</sup>。

<sup>24</sup> 議決権数の多寡は、「一個の議決権を行使することができる数の株式に係る剰余金の配当請求権その他の経済的利益を受ける権利の価額等」で判断することとされている（東証有価証券上場規程 205 条 9 号の 2b など）。つまり、1 議決権当たりの配当等が多い（裏返せば、配当等 1 円当たりの議決権数が少ない）ものが、「議決権の少ない株式」に該当することとなる。

<sup>25</sup> 株主及び投資者の利益を侵害するおそれが少ないと東証が認める場合は、この限りではないとされている。

<sup>26</sup> 株式の種類ごとに異なる単元株式数を定めることができることについては、会社法制定前の旧商法においても同様であった（旧商法 221 条 3 項）。

<sup>27</sup> 相澤哲・葉玉匡美・郡谷大輔『論点解説 新・会社法』（商事法務、2006 年）p. 116 など参照。

<sup>28</sup> 東京証券取引所「上場制度総合整備プログラム 2007」（平成 19 年 4 月 24 日、<http://www.tse.or.jp/listing/seibi/b7gje60000005zf1-att/2007program.pdf>）pp. 8-9 参照。

<sup>29</sup> 企業価値研究会「上場会社による種類株式の発行に関する提言」（平成 19 年 12 月、[http://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei\\_innovation/keizaihousei/pdf/ioujouteigen2.pdf](http://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/keizaihousei/pdf/ioujouteigen2.pdf)）参照。

<sup>30</sup> 経済産業省「企業価値研究会（第 25 回）-議事要旨」（平成 19 年 12 月 12 日）（[http://www.meti.go.jp/committee/summary/eic0004/025\\_giji.html](http://www.meti.go.jp/committee/summary/eic0004/025_giji.html)）など参照。

最終的に、東証は、「上場制度総合整備プログラム」の一環として、2008年6月に必要な規則改正等を行い、無議決権株式や「議決権の少ない株式」のみを上場するためのルールを整備し（施行は、2008年7月）、現在に至っている。

### (3) 導入後の状況と評価

無議決権株式や「議決権の少ない株式」の上場を認める制度の導入に当たっては、例えば、米国のIT企業などに見られるように、創業者等の支配権を維持しつつ、IPOを通じた資金調達を可能とすることを通じて、新たな成長産業へのエクイティ資金の提供促進が期待されたものと考えられる。しかし、本稿執筆時点において、利用実績はない。

その理由としては、例えば、会社法上の導入手続（定款変更など）が煩雑であることや、上場が認められるための実体基準が十分に明確ではなく、審査において、株主保護の観点から、相当に厳しい要求がなされると予想されることなどが指摘されている<sup>31</sup>。

もっとも、私見だが、会社法上の導入手続については、確かに、既存の上場会社が行うのであれば煩雑かもしれないが、IPO前の株主数が少ない未上場会社を実施するのであれば、必ずしも煩雑であるとはいえないように思われる。また、上場のための実体基準や審査実務の問題も、未だ先例がないことが影響している面もあるだろう。その意味では、第一号事案が出現すれば、ある程度、問題は軽減されるようにも思われる。

誤解がないように断っておくが、筆者自身は、経営者の保身目的で既存の普通株式を無議決権株式や「議決権の少ない株式」に転換することは問題が大きいと考えているが、IPOの段階から無議決権株式や「議決権の少ない株式」であることを十分に開示し、投資者也納得の上で取得するのであれば、これを上場させること自体に、特段の問題があるとは考えていない。

しかし、筆者が気になるのは、無議決権株式や「議決権の少ない株式」の上場を促進すべきだといった議論がなされる場合、専ら、創業者等の支配権を維持できる、経営が安定する、短期的な要求に左右されず長期的な視野に立った経営ができるといった、発行会社側（資金調達者側）の都合が論じられることが多い点である。いうまでもなく、有価証券の発行市場は、資金調達者（＝発行会社）と資金提供者（＝投資者）の両方が存在して、初めて成り立つものである。どれほど発行会社にとって都合のよい仕組みであっても、投資者の投資意欲を刺激するものでなければ、その市場がうまく機能すると思われない。その意味では、発行会社の立場から、一方的に現行制度の使い勝手の悪さを数え上げて、規制緩和を主張するよりも、投資者が、議決権を通じてモノがいえないにもかかわらず、無議決権株式や「議決権の少ない株式」に投資しようという意欲を持てるようになるためには、何が必要かを考えた方が、建設的ではないかと筆者には思われる。

<sup>31</sup> 弦巻充毅「デュアル・クラス・ストラクチャーをめぐる日米の状況」（『商事法務』No.1982（2012年11月25日号））p.30。

その際の問題としては、例えば、①配当等の水準（議決権が制限されていることに対応して適切に設定されているか？）、②価格の算定方法の確立（上場やファイナンス時の価格が公正に設定されているか？）、③他の会社よりも長期的に高い成長を成し遂げることへの期待、④長期的な成長の果実を得る前に、突然、不利な条件でのキャッシュ・アウトなどを迫られることはないという信頼を、どのように確保できるか、といったものが考えられるだろう。

このうち①～③については、残念ながら、基本的に、制度によって解決できる問題ではない。しかし、例えば、①②については、市場のコンセンサスの形成に向けて、各分野（会社法、金融商品取引法、会計、税制、ファイナンスなど）の専門家と実務家を集め、総合的な議論を行う場を設けることは可能かもしれない。また、③についても、投資者が、創業者個人に対する期待と信頼から投資を行っているような場合に、突然、その創業者が経営から降りて、他の者に経営権が移ってしまうようなリスクを防止することは、制度によって担保することが可能かもしれない。

また、④については、発行会社に一定のコミットメントを求める、あるいは一定の株主保護手続を講じるなど、制度による対応を行う余地があるだろう。不幸にして、過去に投資者の信頼を損なうようなキャッシュ・アウトの事例が存在している以上、こうした投資者の信頼を確保する措置を講じる意義はあると考えざるを得ないだろう。

もちろん、東証が定めている、無議決権株式や「議決権の少ない株式」の上場の審査に関するガイドライン（東証上場審査等に関するガイドラインⅡ 6. (4)）なども、こうした考え方を踏まえて設けられているものと考えられる。仮に、これが利用者にとって、必ずしもわかりやすいものとなっていないのだとすれば、その基礎となる考え方や趣旨（いわゆるプリンシプル）を明確化するなど、制度に対する発行会社、投資者の双方の理解を深めることは必要かもしれない。

もちろん、投資者側にも、その受入れ態勢（例えば、株式運用部門と債券運用部門のどちらが担当するのか、分析などのノウハウの蓄積は十分か）など、解決すべき様々な問題があるだろう。特に、無議決権株式や「議決権の少ない株式」の上場という制度を、新たな成長産業へのリスク資金の提供の促進という観点から検討するのであれば、そもそも誰が「新たな成長産業へのリスク資金の提供」という役割を担うべきか、という問題を避けることができない。これは、最早、市場という「ハコ」の仕組みの議論のみで、解決できる問題ではないといわざるを得ないだろう。

## 4. プロ向け市場

### (1) プロ向け市場とは

プロ向け市場とは、一般的に、参加者を「プロに限定した自由度の高い効率的な取引の場」<sup>32</sup>あるいは「過剰な規制をうけることなく、自己責任原則の下で自由に活動できる市場」<sup>33</sup>を意味すると考えられている。

わが国では、「特定取引所金融商品取引所」（取引参加者等が、特定投資家等以外の者の委託を受けて行う有価証券の買付けを原則禁止する取引所金融商品市場）が、これに該当するといえるだろう（金融商品取引法 2 条 32 項、117 条の 2 第 1 項）。具体的には、本稿執筆時点では、東証が開設する「TOKYO PRO Market」と「TOKYO PRO-BOND Market」がある。

わが国におけるプロ向け市場（特定取引所金融商品取引所）のコンセプトを一言で説明すると、「プロ投資家に直接の取引参加者を限定し、法定開示規制を免除した市場の枠組み」<sup>34</sup>というものである。つまり、参加者を情報収集・分析能力やリスク管理能力を有する「プロ」に限定することで、発行会社（上場会社）に課される情報開示規制を緩和するということである。

具体的なプロ向け市場を巡る制度の概要をまとめると次の通りである。

- ① 特定投資家（プロ）のみを相手方として勧誘等を行う場合には、一般投資家（アマ）への転売制限などを要件に、通常の発行開示義務（有価証券届出書の提出義務など）を免除する（いわゆる特定投資家私募、特定投資家私売出し。金融商品取引法 2 条 3 項 2 号ロ、同 4 項 2 号ロなど）。
- ② プロ向け市場（特定取引所金融商品取引所）のみに上場している有価証券については、通常の継続開示義務（有価証券報告書の提出義務など）を免除する（金融商品取引法 24 条 1 項 1 号）。
- ③ ①②によって免除される法定開示に代わる）投資者への情報提供については、原則、プロ向け市場を開設する金融商品取引所の規則等に委ねる（特定証券情報・発行者情報の提供・公表。金融商品取引法 27 条の 31、27 条の 32、証券情報等の提供又は公表に関する内閣府令 2 条～11 条など）。
- ④ プロ向け市場（特定取引所金融商品取引所）に上場している有価証券などのプロ向け銘柄について、金融商品取引業者等は、原則、一般投資家（アマ）との間で売買等を行ってはならない（金融商品取引法 40 条の 4）。

<sup>32</sup> 「金融審議会金融分科会第一部会報告～我が国金融・資本市場の競争力強化に向けて～」（平成 19 年 12 月 18 日、[http://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/tosin/20071218-1/01.pdf](http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20071218-1/01.pdf)） p. 6。

<sup>33</sup> 経済財政諮問会議 グローバル化改革専門調査会 金融・資本市場ワーキンググループ「グローバル化改革専門調査会 金融・資本市場ワーキンググループ第一次報告『真に競争力のある金融・資本市場の確立に向けて』」（平成 19 年 4 月 20 日、<http://www5.cao.go.jp/keizai-shimon/special/global/finance/pdf/item1.pdf>） p. 5。

<sup>34</sup> 池田唯一・三井秀範・増田直弘・井藤英樹・新発田龍史・大来志郎・齊藤将彦『逐条解説 2008 年金融商品取引法改正』（商事法務、2008 年） p. 36。

⑤プロ向け市場（特定取引所金融商品取引所）を開設した金融商品取引所は、プロ向け市場の自主規制業務については、投資者保護の根幹にかかわる事項以外であれば、（自主規制法人以外の者に）外部委託することができる（金融商品取引法 85 条 4 項など）。

また、「TOKYO PRO Market」では「J-Adviser」<sup>35</sup>という制度が設けられている（債券等を対象とする「TOKYO PRO-BOND Market」では設けられていない）。「J-Adviser」とは、一言で言えば、新規上場申請者・上場会社に対する助言・指導を通じて、上場審査・上場管理上の重要な役割を担う民間アドバイザーということになるだろう。

具体的には、同市場に上場を希望する企業は、いずれかの「J-Adviser」と契約を締結し、上場適格性について、その「J-Adviser」による調査、確認、助言を受ける必要がある（東証特定上場有価証券に関する有価証券上場規程の特例 102 条、314 条など）。

「TOKYO PRO Market」への上場後も、「J-Adviser」は、上場会社による情報開示などの義務の適切な履行について、責任をもって調査、確認し、必要に応じて助言、指導を行うことが求められている（同 316 条 1 項、2 項）。上場会社が、「J-Adviser」からの助言、指導に従わない場合、「J-Adviser」は、東証に報告を行った上で、その上場会社との契約の解除を検討することとなる（同 316 条 3 項）。「J-Adviser」との契約が解除された場合、その上場会社は、一定期間以内に新たな「J-Adviser」との間で契約を締結しない限り、上場廃止となる（同 142 条）。

## (2) 導入の経緯

現在のわが国におけるプロ向け市場（特定取引所金融商品取引所）の制度は、2008 年の金融商品取引法の改正によって創設された。創設の趣旨は、英国の AIM 市場などをモデルに、海外企業や国内の初期段階の新興企業による長期資金調達の円滑化、金融イノベーションの促進といった観点から「プロに限定した自由度の高い効率的な取引の場を早急に整備」<sup>36</sup>するためと説明されている。

これを受けて、2009 年には、東証とロンドン証券取引所グループの合弁会社として設立された「TOKYO AIM 取引所」が業務を開始した。当初は、株式等を対象とする市場のみが開設されていたが、2011 年には債券等を対象とする市場（TOKYO PRO-BOND Market）も開設されることとなった。なお、「TOKYO PRO-BOND Market」については、上場された債券等の取引自体は、主に取引所外（OTC）で行われることが想定されている<sup>37</sup>。

<sup>35</sup> 制度導入当初（「TOKYO AIM 取引所」時代）は、「J-Nomad（指定アドバイザー）」と呼ばれていた。

<sup>36</sup> 「金融審議会金融分科会第一部会報告～我が国金融・資本市場の競争力強化に向けて～」（平成 19 年 12 月 18 日、[http://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/tosin/20071218-1/01.pdf](http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20071218-1/01.pdf)） p. 6。

<sup>37</sup> 東証「TOKYO PRO-BOND Market に関する Q & A」 p. 17、Q47

<http://www.tse.or.jp/rules/probond/about/b7gie6000002q7wt-att/b7gie6000002q81m.pdf> 参照。

その後、2012年に、ロンドン証券取引所グループが撤退し、現在は、前述の通り、東証の一部門となっている。

### (3) 導入後の状況と評価

本稿執筆時点で、「TOKYO PRO Market」（株式等）に、3銘柄が上場している（うち1社は2013年6月に上場廃止を予定している）<sup>38</sup>。また、「TOKYO PRO-BOND Market」（債券等）では、債券の発行などについて、プログラム情報（発行登録書に相当）を提出している会社が3社確認される<sup>39</sup>。その意味では、必ずしも利用が進んでいるとはいえない、というのが現状だろう。

筆者個人としては、投資者をプロに限定することにより、情報開示などに関する規制を緩和するというアイデア自体は悪くないものと考えている。しかし、現実には、なかなか厳しいということだろう。

プロ向け市場の問題点として指摘されることが多いのは、「J-Adviser」を務める業者の負担（責任）の重さである。前述の通り、「J-Adviser」は、上場会社による情報開示などの義務の適切な履行について、責任をもって調査、確認し、必要に応じて助言、指導を行うことが義務付けられている。特に、アーリーステージにある新興企業を念頭に置いた場合、その規模、社内体制、リスク、（自らがその会社の「J-Adviser」を担当することについての）費用対効果などを考慮すると、慎重にならざるを得ないというわけである。

確かに、株式等を対象とする「TOKYO PRO Market」については、このような問題があるかもしれない。しかし、債券等を対象とする「TOKYO PRO-BOND Market」については、「J-Adviser」制度が採用されていないことから<sup>40</sup>、この指摘だけでは説明がつかないと考えられる。私見だが、ここでも、前記「3. 無議決権株式、『議決権の少ない株式』のみの上場」と同様、より根本的な問題があるように思われる。

まず、「J-Adviser」の担い手の問題である。「TOKYO PRO Market」における「J-Adviser」は、実は、規則上、大手金融機関であることはおろか、金融商品取引業者（証券会社）であることすら要求されていない<sup>41</sup>（東証特定上場有価証券に関する有価証券上場規程の特例304条など）。これは、プロ向け市場の理念に基づけば、「J-Adviser」に求められるのは、高度な販売力やリスク負担能力ではなく、あくまでも審査・助言能力であることを意味しているものと考えられる。だとすれば、一般的な金融商品取引業者（証券会社）を評価するのとは異なる尺

<sup>38</sup> 東証のウェブサイト ([http://www.tse.or.jp/rules/promarket/listed\\_companies/listed\\_companies.html](http://www.tse.or.jp/rules/promarket/listed_companies/listed_companies.html)) 参照。

<sup>39</sup> 東証のウェブサイト (<http://www.tse.or.jp/rules/probond/publication-company/latest-publication.html>) 参照。

<sup>40</sup> 東証「TOKYO PRO-BOND Marketに関するQ&A」p.12、Q29参照。

<sup>41</sup> もちろん、コーポレート・ファイナンスに関する知見・経験を有すること（同309条など）や、流動性プロバイダーを確保すること（同318条など）が求められていることから、現実には、金融商品取引業者（証券会社）が「J-Adviser」となることが多いだろう。

度で、「J-Adviser」の担い手に誰がふさわしいかを検討しなければならないものと思われる。

また、「TOKYO AIM 取引所」の創設当時、取引所の関係者に取材したところ、新市場に対する発行会社側の関心は高いとのことだった。他方、投資者側の関心は、当時から必ずしも高いとはいえなかった。こうしたアンバランスな状況で、市場を円滑に機能させることは難しいだろう。

このことを、わが国におけるプロ投資家（機関投資家等）の「目利き」不足と批判することは容易だろう。しかし、その運用する資産規模、想定される投資期間、期待されるリターン、許容可能なリスクなどを考慮すれば、プロ投資家なのだから、プロ向け市場に上場している、時価総額も小さく、流動性も低く、情報開示も簡略な新興企業に投資せよ、と決めつけるのは酷というものだろう。

繰り返しになるが、新たな成長産業へのリスク資金の提供が重要であることは、誰にも異論はないだろう。しかし、その役割を誰が担うべきか、という問題については、コンセンサスが得られているわけではない。従って、どのような市場が資金提供者にとって魅力的かという図も、中々、描くことができない。そして、この問題に対する答えを見つけない限り、市場という「ハコ」の仕組みの議論のみでは、根本的な解決を図ることは困難だろう。

そうした中で、例えば、銀行等が引き受けている私募債などを「TOKYO PRO-BOND Market」に上場し、金融機関間での私募債の取引を円滑にするというアイデアはあるかもしれない。もっとも、その私募債の発行企業と銀行等との関係（他の取引関係や融資条件など）によっては、「プロ」であっても乗り越えることが困難な情報の非対称性が、売り手の銀行等と買い手の金融機関との間に存在することも考えられる。こうした問題を解消するためには、情報開示のあり方などを改めて考える必要があるかもしれない。

最後に、いわゆるクラウド・ファンディング等をわが国においても導入すべきだとする議論<sup>42</sup>（いわゆる日本版 JOBS 法構想）について、私見を述べておきたい。筆者も、志を同じくする「同志」たちが、共有する「大義」（それが新規事業・起業の支援であれ、被災地の復興であれ、地球環境の保護であれ）のために、少額の資金を出し合うことを容易にするスキームを構築すること自体は、有益であると考えている。しかし、それが「同志」的結合という枠組みを離れて、不特定多数の一般投資家を巻き込む「市場」と化した場合には、両面から困難に問題に直面するものと危惧している。すなわち、①規制が緩すぎて、詐欺的な行為の温床となる危険性と、②規制が厳しすぎて、クラウド・ファンディング等の芽を摘んでしまう危険性である。もちろん、①についても、一旦、そのような詐欺的な行為が起これば、そのスキームに対する信頼性は大きく損なわれることとなる。そうなれば健全な案件すら受け入れられなくなり、やはり、芽を摘んでしまう危険性があることは、過去の歴史を振り返れば容易に想像がつくだろう。

こうした問題を解決する一つの方法として、よく取り上げられるのは、スキームの「入り口」（例えば、ポータル・サイトなど）に「門番」（ゲートキーパー）となるべき者（例えば、金融

<sup>42</sup> クラウド・ファンディングについては、奥谷貴彦「米国の『クラウド・ファンディング』に注目」（2012年4月25日付レポート、<http://www.dir.co.jp/research/report/capital-mkt/12042501capital-mkt.html>）など参照。



商品取引業者（証券会社）を張り付けるというものだろう。つまり、「門番」が、スキームに忍び込もうとする「悪者」を排除することで、「治安」を確保しようというわけである。その際、「門番」となる者には一定の参入要件を課し、その業務遂行を当局の監視・監督下に置き、万が一、詐欺的な案件が潜り込むことを許したときにはその責任を負わせることで、「門番」が適切にその役割を果たすことを担保することができるだろう。

ただ、こうした「門番」（ゲートキーパー）の仕組みは、筆者の眼には、現在のプロ向け市場における「J-Adviser」と相似形に映る。つまり、その担い手には、高度な販売力やリスク負担能力ではなく、あくまでも審査・助言能力が求められるということである。「プロ」のみならず、多数の「アマ」を巻き込む可能性のあるスキームにおいて、適切な「門番」（ゲートキーパー）役の担い手を確立することができるのか、個人的には疑問が残る。特に、「門番」（ゲートキーパー）に課される責任が過大となる場合には、前記「②規制が厳しすぎて、クラウド・ファンディング等の芽を摘んでしまう危険性」の問題が避けて通れないだろう。

その意味では、「門番」（ゲートキーパー）に、資金調達者のビジネスモデルや事業計画等を評価する引受証券会社的な役割を期待するという考え方を転換した方がよいのかもしれない。例えば、インターネット上の「同志」的結合という枠組みを前提に、資金調達者と資金提供者の公正かつ透明な「出会いの場」を提供するポータル・サイト運営会社的な役割を期待するといった考え方である<sup>43</sup>。このように整理すれば、「門番」（ゲートキーパー）が果たすべき機能も、(a)参加者の本人確認、(b)資金調達者と資金提供者の間のコミュニケーション手段の提供<sup>44</sup>、(c)コミュニケーション等の履歴に関する情報を記録・保存及び必要に応じた当局への提供などに絞ることが可能ではないかと思われる。

もっとも、日本版 JOBS 法構想も、結局のところは、資金調達の「手段」の議論にすぎない。新たな成長産業へのリスク資金の提供者の役割を誰が担うべきか、という根本的な問題が解決しなければ、これまでに試みられた様々な「手段」と同じ結末を回避することは困難であるように思われる。論者の中には、新たな成長産業へのリスク資金の提供者の役割を、一般の小口の個人投資家に期待する者もいるようである。しかし、いうまでもなくアーリーステージの事業は失敗に終わるケースも多く、加えて、事業の成果が表れるまで長期間を要する場合もある。私見だが、そうした長期にわたって高いリスクを負う役割を、一般の小口の個人投資家にまで、「過度に」担わせることにはならないよう留意する必要があるだろう<sup>45</sup>。

利用の進まない市場が増えただけということにならないように、制度設計に当たっては慎重な検討がなされることが望まれよう。

<sup>43</sup> もちろん、実際の資金等の授受については、金融機関との提携・協力などが必要となるだろう。

<sup>44</sup> 例えば、資金調達を希望する者は、事業計画など最低限の情報を提供し、それ以外の情報は、資金提供を希望する者からの質問に対する回答などといったコミュニケーションの中で、必要に応じて提供するというスキームが考えられるだろう。この場合、資金提供を希望する者は、資金調達を希望する者の回答内容などをみて、最終的に資金を提供するか否かを判断することとなるだろう。

<sup>45</sup> 一部のデリバティブ取引への個人の参加が盛んであることを理由に、個人のリスク選好やリスク許容度を過小評価すべきではないとの議論もあるようだが、そもそも短期で結果の出るデリバティブ取引と、結果が出るまで長期にわたってリスクを負わなければならないアーリーステージの事業への投資を、同一に論じるべきではないだろう。

## 5. 有価証券報告書の総会前提出

### (1) 有価証券報告書の総会前提出とは

有価証券報告書の総会前提出とは、有価証券報告書その会社の定時株主総会前に提出することである。例えば、3月決算の会社が、X年6月27日に定時株主総会を開催する場合、その会社がX年3月期の有価証券報告書を、その開催日前（X年6月26日まで）に提出することである。

具体的には、有価証券報告書には、原則として、定時株主総会に報告した（承認を受けた）計算書類・事業報告を添付しなければならない（企業内容等の開示に関する内閣府令（以下、開示府令）17条1項1号ロ）。ただし、**「有価証券報告書を定時株主総会前に提出する場合には」**、例外として、**「定時株主総会に報告しようとするもの又はその承認を受けようとするもの」**を有価証券報告書に添付すればよいこととされている（同前、強調など筆者）。すなわち、定時株主総会で承認予定・報告予定の計算書類や事業報告を添付した上で、有価証券報告書を定時株主総会前に提出することも認められているのである。

もちろん、定時株主総会の開催前に提出するのであるから、添付される計算書類などに限らず、提出された有価証券報告書には、各種の株主総会決議予定（＝未承認）事項が含まれている場合がある。これらの事項が、最終的には定時株主総会において修正・否決される可能性も否定できない。仮に、こうした事態が生じた場合には、臨時報告書の提出や有価証券報告書の訂正報告書の提出が必要となる（開示府令19条2項9号の3など）。

### (2) 導入の経緯

有価証券報告書の総会前提出は、2009年の開示府令の改正により可能となった。

2009年改正前は、有価証券報告書には、必ず、定時株主総会に報告した（承認を受けた）計算書類・事業報告を添付することが要求されていた。そのため、有価証券報告書の提出は必然的に定時株主総会が終わった後とならざるを得なかった。加えて、内部統制報告書についても金融商品取引法上、「有価証券報告書……中略……と併せて内閣総理大臣に提出しなければならない」と定められていることから（金融商品取引法24条の4の4第1項）、有価証券報告書の提出時期に連動する形で、定時株主総会が終わった後に提出されることとなっていた。

これは株主・投資者の立場から見れば、例えば、平成X年3月期分の有価証券報告書や内部統制報告書は、平成X年6月の定時株主総会が終わった後になってから、ようやく眼にすることができるということである（いわゆる「期ずれ」問題）。そのため、本来、上場会社の株主・投資者としては、より関心のある有価証券報告書や内部統制報告書の内容を知らない状態で、定時株主総会に臨まなければならないこととなる。

こうした指摘を踏まえ、「株主及び投資者に対する経営者の説明責任をより徹底する観点」<sup>46</sup>から、有価証券報告書の総会前提出を可能とする開示府令の見直しが実施されたのである。

### (3) 導入後の状況と評価

東証1部上場の時価総額（2012年6月末時点）1,000億円以上の3月決算会社について確認したところ、2012年3月期の有価証券報告書を2012年6月の定時株主総会前に提出しているのは、359社中7社（1.9%）と極めて少数にとどまっている（図表2）。

図表2 2012年3月期の有価証券報告書の提出時期

提出時期	社数
定時株主総会の5日以上前	3社
同4日前	1社
同3日前	0社
同2日前	0社
同1日前	3社
定時株主総会当日	206社
定時株主総会の1日後	116社
同2日後	8社
同3日後	16社
同4日後	2社
同5日以上後	4社

（注）東証1部上場の時価総額（2012年6月末時点）1,000億円以上の3月決算会社を対象としている。

（出所）各社の有価証券報告書等に基づき大和総研金融調査部制度調査課作成

それでは、どうして有価証券報告書の総会前提出は利用されないのでしょうか？実は、この点についての合理的な説明が、中々、見当たらない。

一つの説明として、各種開示書類の作成と株主総会の開催の準備のため、提出会社の事務スケジュールがタイトで、有価証券報告書を定時株主総会前に提出する余裕はない、というものがある<sup>47</sup>。しかし、そもそも有価証券報告書は、その事業年度経過後3ヶ月以内に提出することが義務付けられている（金融商品取引法24条1項）。つまり、3月決算会社であれば、6月末までには提出しなければならないのである。その意味で、6月下旬のいわゆる「集中日」近辺で定時株主総会を開催している会社であれば、総会開催日の時点で既に有価証券報告書は仕上がっている可能性が高いものと思われる。このことは、東証1部上場の時価総額（2012年6月末時点）1,000億円以上の3月決算会社について、2012年3月期の有価証券報告書を2012年6

<sup>46</sup> 「『企業内容等の開示に関する内閣府令の一部を改正する内閣府令（案）』等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」（<http://www.fsa.go.jp/news/21/sonota/20091211-4/01.pdf>）p.8。

<sup>47</sup> 税務研究会『経営財務』No.3067（2012年6月4日号）p.4など参照。

月の定時株主総会開催日と同日に提出しているものが、359社中206社(57.4%)と約6割にも達していることから推測される(図表2)。従って、定時株主総会を、例えば、6月上旬に前倒しで開催している会社はともかく、いわゆる「集中日」近辺で開催している会社については、この説明は妥当でないように思われる。

また、有価証券報告書を定時株主総会前に提出すると、その記載内容(例えば、役員報酬、政策保有目的の株式の状況など)について、株主からの質問に対応しなければならなくなる、という説明も考えられる。確かに、有価証券報告書の総会前提出を可能とする制度改正が行われた背景には、「金融商品取引法上の有価証券報告書・内部統制報告書を株主総会への報告事項にすべきである」<sup>48</sup>との指摘があったことは事実である。しかし、この点について、少なくとも現行の会社法の下では、有価証券報告書を定時株主総会前に提出したからといって、その「開示事項が一般的に役員の説明義務の対象となるとはいえない」<sup>49</sup>との解釈が有力である。そもそも株主からの質問を回避したいという考え方そのものにも疑問があるが、理論面においても、この説明は、あまり説得力があるとは考えにくい。

そのほか、有価証券報告書を定時株主総会前に提出すると、万が一、会社提案の議案が、その株主総会で修正・否決されると、臨時報告書の提出など余計な事務負担がかかることとなる、という説明もあり得るだろう。確かに、いわゆるプロキシファイト(委任状勧誘)などが行われているような会社であれば、株主総会で決議が終了するまで議案の成否の行方がわからず、こうした説明が当てはまるかもしれない。しかし、わが国においては、プロキシファイトが行われることも、会社提案の議案が否決されることも稀である。加えて、多くの会社においては、定時株主総会の開催日前に、書面又は電磁的方法による議決権行使を通じて、議案決議の成否につき、大勢は決しているといわれている<sup>50</sup>。その意味では、議案の成否の雲行きが怪しい場合にのみ、提出時期を遅らせれば足りる問題であり、最初から定時総会前の提出を避けるという理由にはならないように思われる。

このように考えていくと、有価証券報告書を定時株主総会前に提出しない(できない)ことについて、合理的な理由があるようには思われにくい。結局、「無理して、これまでの慣行を変更したくない」というのが実態なのかもしれない。現に、東証1部上場の時価総額(2012年6月末時点)1,000億円以上の3月決算会社の中にも、2012年3月期の有価証券報告書について、株主総会開催日が6月20日で、6月15日に提出している会社(5日前)、株主総会開催日が6月24日で、6月18日に提出している会社(6日前)、株主総会開催日が6月26日で、6月11日に提出している会社(15日前)など、早期提出に積極的に取り組んでいる企業も存在していることからみても、特に、制度的な阻害要因があるとは考えにくいだろう。

<sup>48</sup> 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「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、[http://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/tosin/20090617-1/01.pdf](http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20090617-1/01.pdf)) p.17。

<sup>49</sup> 三井秀範・永池正孝・牧野達也・石井裕介「座談会 上場会社の新しいコーポレート・ガバナンス開示と株主総会対応〔下〕」(『商事法務』No.1899(2010年5月25日号)) p.29 石井発言。

<sup>50</sup> 久保利英明・中西敏和『新しい株主総会のすべて(改訂2版)』(商事法務、2010年) p.254、p.343など参照。また、決議結果を開示する各社の臨時報告書なども参照。

この制度の見直しも、その趣旨や目的は、合理的で適切なものであったと考えられる。しかし、選択制の制度（「総会前でもよいし、総会后でもよい」）である以上、その趣旨や目的が、いかに合理的で適切であったとしても、現場の実務を動かすには、やはり限界があるということだろう。もっとも、採用する企業は、わずかとはいえ、増加傾向にあるとの調査結果もあり<sup>51</sup>、もう少し長い目で見なければならぬのかもしれない。

## II 導入当初の期待とは異なる影響を生じた制度

### 1. 最良執行義務（最良執行方針等）

#### (1) 最良執行義務とは

「最良執行義務」とは、一般に、顧客の注文を受けた業者に対して、「開示されている気配・取引情報に基づき、価格、コスト、スピード、執行可能性といった条件を勘案しつつ、顧客にとって最良の条件で執行する義務」<sup>52</sup>のことと説明されることが多い。

上記の定義の意味での「最良執行義務」については、金融商品取引法上、明文の規定が設けられているわけではない。その代わりに、金融商品取引業者（証券会社等）に対して、最良執行に関する次のようなプロセスを実施することを義務付けている（金融商品取引法 40 条の 2）。

- ①最良執行方針等の策定
- ②最良執行方針等の公表
- ③最良執行方針等に従った注文の執行
- ④最良執行方針等を記載した書面の交付（電子交付も可）
- ⑤最良執行方針等に従って執行された旨を説明する書面の交付（電子交付も可）

金融商品取引法の分野においては、これを指して「最良執行義務」と呼ぶ場合もある。本稿でも、便宜上、本来の定義とは合致しないかもしれないが、金融商品取引法に基づく最良執行方針等の策定などを、最良執行義務と呼ぶものとする。

#### (2) 導入の経緯

金融商品取引法上の最良執行義務は、その前身である証券取引法の 2004 年改正によって導入

<sup>51</sup> 税務研究会『経営財務』No. 3067（2012 年 6 月 4 日号）p. 4。

<sup>52</sup> 「『取引所のあり方に関するワーキング・グループ』報告」（平成 15 年 12 月 9 日、[http://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/siryou/kinyu/dai1/f-20031224\\_sir/03.pdf](http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/siryou/kinyu/dai1/f-20031224_sir/03.pdf)）p. 6。

された。いわゆる日本版ビッグ・バンにおける取引所集中義務撤廃（1998年）を受けて、「投資家利益の向上と市場間競争の促進の観点」<sup>53</sup>から、証券会社に対して、顧客からの明示的な指示がない限り、上場株券等の取引所外での執行を禁止する規制（取引所取引原則）を廃止し、顧客にとって最良の執行を確保する体制を整備させることを目的として導入された。具体的には、「市場間競争を実効あらしめる」ため、「取引所とPTSの競争条件のイコールフットィングを確保する」<sup>54</sup>と同時に、「同一の銘柄が複数の市場においてより活発に取引され、投資家が取引を行う市場等の選択肢が広がることから、投資家保護」<sup>55</sup>を図るといった観点から導入されたものである。

### (3) 導入後の状況と評価

金融商品取引法に基づく義務であることから、金融商品取引業者（証券会社）は、最良執行方針等を策定している。また、多くの金融商品取引業者（証券会社）は、策定した最良執行方針等を自社のウェブサイト上に掲載している。こうしたウェブサイト上で公表されている、各社の上場株式等についての最良執行方針等を見る限り、概ね、次のような内容としているケースがほとんどである。

- ①顧客からの指定がない限り、原則、金融商品取引所に注文を回送する。
- ②重複上場の場合は、一定期間の売買高等に基づき回送先の金融商品取引所を決定する（注）。

（注）具体的な決定方法については、自社が選定する、情報ベンダーに基づく、などいくつかのパターンがある。

これらのうち、①は上場株式等の売買注文は、原則、金融商品取引所において執行することを意味しており、②は重複上場された銘柄については、最も流動性が高い金融商品取引所を選択するという意味している。

最良執行義務（最良執行方針等の策定義務）の導入により、金融商品取引業者（証券会社）の顧客は、自分の注文がどのように取り扱われるのかを事前に確認することが可能になった。加えて、事後的に自分の注文が間違いなく、最良執行方針等に従って執行されたのかを確認する手続きも設けられている（前記(1)⑤）。その意味では、導入の目的の一つである「投資家利益の向上」に関しては、一定の意義があったと評価できるだろう。

しかし、もう一つの目的である「市場間競争の促進」に関しては、必ずしも期待された効果があがっているとは言えないように思われる。むしろ、うがった見方をすれば、多くの業者が、

<sup>53</sup> 「『取引所のあり方に関するワーキング・グループ』報告」の「概要」。

<sup>54</sup> 金融審議会金融分科会第一部会報告「市場機能を中核とする金融システムに向けて」（平成15年12月24日、[http://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/siryou/kinyu/dai1/f-20031224\\_sir/02.pdf](http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/siryou/kinyu/dai1/f-20031224_sir/02.pdf)）p. 4。

<sup>55</sup> 「『取引所のあり方に関するワーキング・グループ』報告」p. 5。

流動性の最も高い金融商品取引所に発注する方針を策定したことから、期待したのとは逆の結果を惹き起こしている可能性すらあるだろう。

もちろん、上場株式等の取引に占める東証のシェアが極めて大きいという状況の下では、多くの業者が、流動性の最も高い金融商品取引所に発注するという内容の最良執行方針等を策定することにも、やむを得ない面があることは事実だろう。しかし、こうした最良執行方針等は、結果的に、流動性の高い金融商品取引所への取引の集中を、さらに加速させる傾向がある。従って、「市場間競争の促進」を通じて、わが国の証券市場全体の効率性の向上を図るという考え方とは、相容れない面があることも、また、事実である。

2013年7月には、東証と大阪証券取引所（以下、大証）が、現物市場を統合することを予定している<sup>56</sup>。他方、PTS（私設取引システム）の取引は拡大傾向とはいえ、いまだ上場株式の取引の5%程度のシェアにとどまっている<sup>57</sup>。こうした現状の下では、「市場間競争の促進」という所期の目的を達成することは容易ではないように思われる。

## 2. 全部取得条項付種類株式と少数株主のキャッシュ・アウト

### (1) 全部取得条項付種類株式とは

全部取得条項付種類株式とは、種類株式の一種であり、株主総会の特別決議に基づいて、会社が、その種類の株式をすべて（株主から）取得することができるというものである（会社法108条1項7号、171条など）。言い換えれば、多数決原理（株主総会の特別決議）によって、同意した株主だけではなく、不同意（反対）の株主からも、会社が、その種類株式を、強制的に取り上げることができるというものである。

全部取得条項付種類株式を発行するためには、その発行できる総数（発行可能種類株式総数、会社法114条）、取得の対価の決定方法（会社法108条2項7号）などを定款で定める必要がある。加えて、既存のある種類の株式（例えば、普通株式）を全部取得条項付種類株式に転換する場合には、その種類の株主（例えば、普通株主）を構成員とする種類株主総会の特別決議による承認なども必要とされている（会社法111条2項）。

以上を踏まえると、ある会社が、普通株式を全部取得条項付種類株式に転換して、その全部を取得するためには、少なくとも、次の事項に関する株主総会（②③については普通株主による種類株主総会も）の特別決議が必要ということになる。

<sup>56</sup> 東京証券取引所・大阪証券取引所「株式会社日本取引所グループの発足に向けて」（2012年10月29日、<http://www.tse.or.jp/news/30/b7gie6000002wumn-att/b7gie6000002xhdr.pdf>）p.10、東京証券取引所「大阪証券取引所との現物市場の統合に伴う関連諸制度の整備について」（平成25年1月30日、<http://www.tse.or.jp/rules/comment/b7gie600000186jz-att/b7gie600000345gv.pdf>）p.17など参照。

<sup>57</sup> 日本証券業協会のPTS Information Networkによれば、上場株式の取引に占めるPTSのシェアは、2012年（年間）でみると売買高ベースで5.020%、売買代金ベースで5.012%となっている（<http://pts.offexchange.jp/html/statisticsindex.html>）。

- ①普通株式以外の種類株式（注1）を発行可能とするために定款変更
- ②普通株式を全部取得条項付種類株式に転換するための定款変更（注2）
- ③全部取得条項付種類株式（元の普通株式）の全部取得

（注1）後述するキャッシュ・アウトのケースでは、通常、③での全部取得の対価となる種類株式を定めることとなる。他方、破綻企業の100%減資のケースでは、新たなスポンサーが引き受けることになる種類株式を定めることとなるだろう。  
 （注2）普通株式を取得の対価とする取得請求権付種類株式や取得条項付種類株式（例えば、普通株式への転換条項がついた優先株式など）があれば、それらの種類株式総会の特別決議による承認も必要とされる。

なお、全部取得条項付種類株式の全部取得条項を発動し、会社が株主から強制的に取得することを承認する株主総会の特別決議が行われた場合（上記③）には、いわゆる反対株主には、裁判所に対して、価格の決定の申立てを行う権利（取得価格決定申立権）が認められる（会社法172条）。株主が、取得の対価の公正性について、裁判所に救済を求めることができるという意味で、合併等の反対株主買取請求権と同様の機能を有している<sup>58</sup>。

## (2) 導入の経緯

全部取得条項付種類株式は、2005年制定の会社法において導入されたものである。導入の趣旨については、倒産状態にある会社を任意整理するに当たって「100%減資を行う際に株主全員の同意を必要とすることは硬直的にすぎ、柔軟な任意整理の妨げとなることから、多数決による全部の株式の消却を認める」<sup>59</sup>ため、と説明されている。

つまり、債務超過で倒産状態にある会社の再建に当たっては、新たな出資を受け入れるために、既存株主の持ち分をゼロにする、いわゆる「100%減資」が必要とされる場合がある。会社法制定以前においては、こうした「100%減資」を会社更生手続・民事再生手続以外で行う場合（任意整理など）には、株主全員の同意が必要と解されていた<sup>60</sup>。しかし、株主全員の同意が必要となると、再建手続を円滑・迅速に進めることが困難である。そこで、多数決原理（株主総会の特別決議）による株式の全部取得を認めた上で、強制的に株式を取り上げられる株主には裁判所に救済を求めることができる（取得価格決定申立権）という制度が設けられたというわけである。なお、当初は、債務超過の会社を対象として、株式の全部を無償で取得する制度として、検討がなされていた。それが、最終的には、債務超過要件は不要とされ、有償での株式取得も可能とする制度として導入されることとなった<sup>61</sup>。これが結果的に、「100%減資」以外での全部取得条項付種類株式の利用を拡大することとなる（後述(3)）。

<sup>58</sup> 神田秀樹『会社法〔第14版〕』（弘文堂、2012年）p.83。

<sup>59</sup> 相澤哲『一問一答 新・会社法』（商事法務、2005年）p.52。

<sup>60</sup> 江頭憲治郎『株式会社法 第3版』（有斐閣、2009年）pp.153-154、酒巻俊雄・龍田節編集代表『逐条解説 会社法』第2巻（中央経済社、2008年）p.91（松尾健一執筆箇所）など参照。

<sup>61</sup> 江頭憲治郎『株式会社法 第3版』（有斐閣、2009年）p.154、酒巻俊雄・龍田節編集代表『逐条解説 会社法』第2巻（中央経済社、2008年）p.91（松尾健一執筆箇所）など参照。



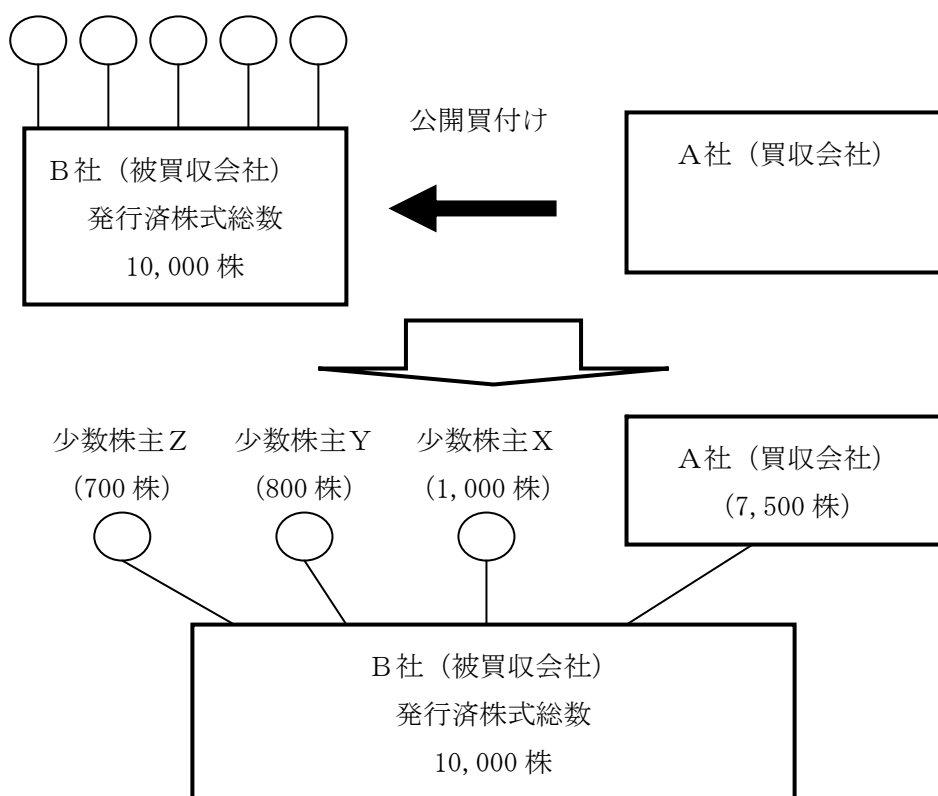
### (3) 導入後の状況と評価

前述(2)のように、全部取得条項付種類株式の制度は、本来、債務超過で倒産状態にある会社の円滑・迅速な再建を目的として導入された。しかし、今日、全部取得条項付種類株式は、導入時の意図とは異なり、少数株主のキャッシュ・アウトのために利用されることが多い<sup>62</sup>。キャッシュ・アウトとは、例えば、MBO や完全子会社化などの目的で、現金を対価として少数株主の締出し（スクイーズ・アウト）を行うことを意味する。

全部取得条項付種類株式を利用した少数株主のキャッシュ・アウトは、理論上、いくつかの方法が考えられるが<sup>63</sup>、一般的には、図表3のような方法が用いられることが多い。

図表3 全部取得条項付種類株式を利用したキャッシュ・アウトの例

#### ①買収会社（A）による公開買付け



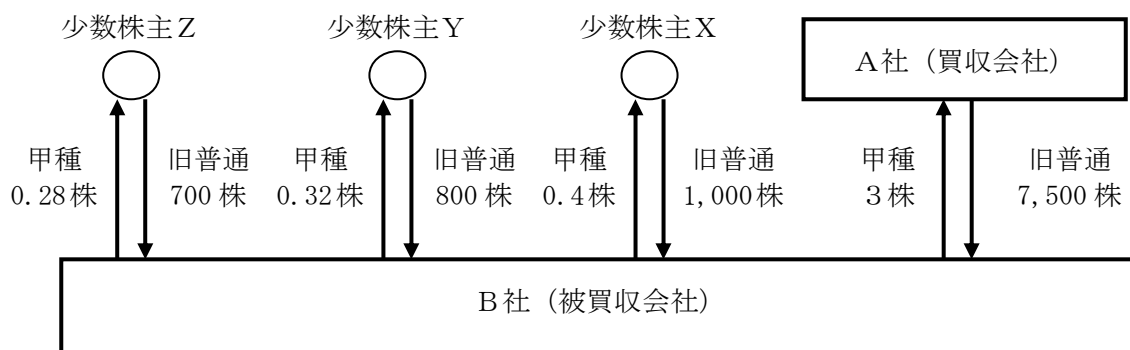
◇買収会社（A）が、先行する公開買付けなどを通じて、既に被買収会社（B）の発行済株式総数（10,000株、すべて普通株式）のうち75%（7,500株）を買い付ける。

◇A以外の少数株主X～Zが保有するB社株式は、いずれも1,000株以下になったとする。

<sup>62</sup> 東証における2012年の上場廃止56件のうち、全部取得条項付種類株式による「株式の全部取得」が23件を占めている（<http://www.tse.or.jp/listing/haishi/b7gie6000001mdov-att/b7gie60000032kl0.pdf>）。

<sup>63</sup> 例えば、B社（被買収会社＝完全子会社）の既発株式を全て現金対価で全部取得し、A社（買収会社＝完全親会社）には別種の株式を新規発行するという方法が考えられる。葉玉匡美『新・会社法100問』（ダイヤモンド社、2006年）pp.403-404。

## ②全部取得条項付種類株式への転換と全部取得条項の発動

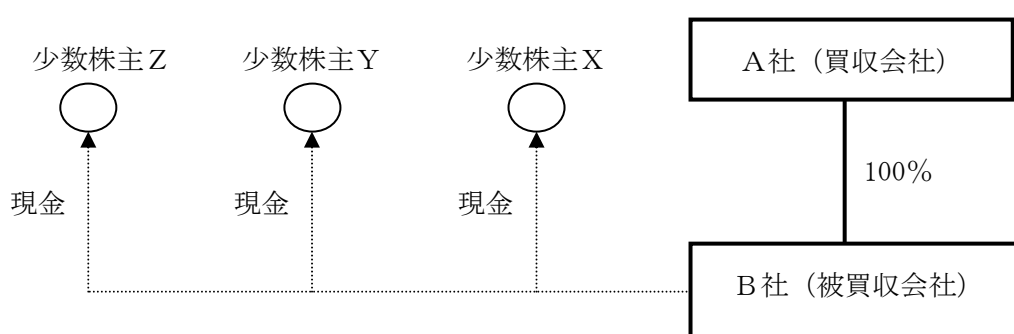


◇Bは、株主総会（及び普通株主の種類株主総会）を開催し、Bの普通株式を全部取得条項付種類株式に転換した上で、全部取得条項を発動する。

◇Bの全部取得条項付種類株式（旧普通株式）を、強制的に全部取得する対価として、B株主には、（Bの）別の種類株式（甲種類株式）を交付する。ただし、旧普通株式と甲種類株式の交換比率は、「普通株式2,500株につき、甲種類株式1株を割り当て」とする。

◇その結果、B株主のうち、筆頭株主（＝買収会社）であるAには、甲種類株式3株（＝7,500株÷2,500株）が割り当てられる。他方、A以外の少数株主は、いずれも1,000株以下のB社普通株式しか保有していないため、割り当てられるべき甲種類株式は1株未満の端数にしかない。

## ③端数処理によるキャッシュ・アウトの実行



◇会社法上、1株未満の端数の交付を行うことはできず、その合計数（その合計数に1株未満の端数がある場合は切捨て）に相当する株式を競売等の手続で売却し、その代金を各株主の有する端数に応じて交付することとされている（会社法234条）。

◇そのため、全部取得の実施後はAのみがBの株主として残り、A以外の少数株主は実質的にキャッシュ・アウトされる（現金を対価に株主の地位から締め出される）。

こうした現状に対しては、本来、「100%減資」を想定して導入された制度の目的外利用との批判がある<sup>64</sup>。また、全部取得条項付種類株式のスキームだけではなく、「対価の柔軟化」を活用した現金対価合併（キャッシュ・アウト・マージャー）のスキームについてもいえることだが、いわゆる特別決議、つまり、多数株主が原則「2/3」の議決権を支配すれば、少数株主を強制的に排除できてしまうというのは、要件として緩すぎるという批判もある。こうした批判を行う立場からは、多数株主が少なくとも90%以上を支配していることや、キャッシュ・アウトされる少数株主の過半数が賛成していることなどを要件とすべきであるとの主張がなされる場合が多いようだ<sup>65</sup>。

こうした批判も踏まえて、2012年に法制審議会で採択された「要綱」では、こうしたキャッシュ・アウトの手続として、ある会社の90%以上（定款により引上げ可能）の議決権<sup>66</sup>を有する株主（特別支配株主）が、対象会社の承認（取締役会設置会社の場合は、原則、取締役会の決議）を受けて、他の全ての株主に対して、その有する全ての株式を売り渡すことを請求できる制度（特別支配株主の株式等売渡請求）を創設することとしている。

この制度（特別支配株主の株式等売渡請求）を利用した少数株主のキャッシュ・アウトについては、株主総会決議が、原則、不要とされる<sup>67</sup>。その代わりに、制度を利用して少数株主を排除しようとする特別支配株主は、原則、90%以上の議決権保有という高い水準の要件が課されることに加え、次のような少数株主保護の手続も求められる。すなわち、特別支配株主から保有する株式等の売渡しを請求された少数株主は、価格に不満がある場合は、裁判所に対して、価格決定の申立てを行うことができる。また、特別支配株主による売渡請求が法令に違反する場合や、対価等がその会社の財産の状況その他の事情に照らして著しく不当である場合などには、少数株主には、差止請求権（キャッシュ・アウトをやめることの請求）が認められる。

こうした少数株主のキャッシュ・アウトの問題を正面から取扱い、かつ、妥当な水準の要件（原則、総株主の議決権の90%以上）と、少数株主保護の手続（価格決定の申立て、差止請求権など）を備えた制度が整備されること自体は、望ましい方向であると評価できるだろう。しかし、「要綱」は、少数株主のキャッシュ・アウトについて、新たな制度の利用を強制することまでは意図していない、つまり、これまで通り、全部取得条項付種類株式の目的外利用も可能だと解されている<sup>68</sup>。

その意味では、「要綱」に基づく会社法改正が行われたとしても、キャッシュ・アウトされる少数株主の保護のあり方は、なお重要な議論のテーマであり続けるものと考えられる。特に、

<sup>64</sup> 東京証券取引所「『会社法制の見直しに関する中間試案』に対する東京証券取引所の意見」（平成24年1月30日、[http://www.tse.or.jp/news/09/120130\\_a.html](http://www.tse.or.jp/news/09/120130_a.html)）など。

<sup>65</sup> 中東正文・松井秀征『会社法の選択—新しい社会の会社法を求めて』（2010年、商事法務）pp. 330-331など参照。

<sup>66</sup> その者が、発行済株式の全部を有する会社等（特別支配株主完全子法人）を通じて、間接保有するものも含まれる。

<sup>67</sup> 岩原紳作「『会社法制の見直しに関する要綱案』の解説〔IV〕」（『商事法務』No. 1978（2012年10月5日号））p. 39など参照。

<sup>68</sup> 岩原紳作「『会社法制の見直しに関する要綱案』の解説〔IV〕」（『商事法務』No. 1978（2012年10月5日号））p. 40、p. 49など参照。

多数の零細株主が存在する上場会社においては、私見だが、少数株主の利益を害するようなキャッシュ・アウトが安易に行われないように、何らかの措置が必要とされるかもしれない。

### Ⅲ 利用が進まないことを受けて、最近、新たな見直しが行われた制度

#### 1. 総合取引所

##### (1) 総合取引所とは

「総合取引所」あるいは「総合的な取引所」とは、通常、「証券・金融と商品を一体として取り扱う総合的な取引所」<sup>69</sup>を意味するものと説明されている。すなわち、有価証券、金融先物、商品（コモディティ）先物をワンストップで取り扱う取引所あるいは取引所グループということになるだろう。

##### (2) 当初の導入経緯と結果

わが国においては、有価証券や金融先物取引を取り扱う金融商品取引所と、商品（コモディティ）デリバティブ取引を取り扱う商品取引所は、法律、規制、監督体制について、別個に位置づけられてきた。例えば、2005年に旧証券取引法を改組して「投資者保護のための横断的な法制（いわゆる投資サービス法）」として生まれた金融商品取引法は、金融庁を所管官庁として、クレジット・デリバティブ、天候デリバティブといった多様なデリバティブ取引を規制対象としている。しかし、いわゆる「商品（コモディティ）」や「商品指数」については、金融商品取引法が規制対象とするデリバティブの原資産・原指標からは明文で排除されてきた（2012年改正前の金融商品取引法2条24項4号、同25項3号など参照）。他方、商品先物取引については、商品先物取引法の規制対象となり（商品先物取引法2条4、5項など）、所管官庁も経済産業省及び農林水産省とされてきた（商品先物取引法354条）。その理由については、「農産物や鉱物等の現物取引の生産・流通をめぐる政策と密接に関係するもの」<sup>70</sup>であるためと説明されている。

このように規制、監督体制が分断された状況の下では、有価証券、金融先物、商品（コモディティ）先物を合わせて取り扱う総合取引所（又はグループ）を、わが国で構築することは困難であり、国際的な市場間競争において、わが国の取引所が不利な立場に立たされるのではないかと危惧されることとなった。そのため、「取引所又はそのグループ等において、株式、債券や金融デリバティブからコモディティ・デリバティブまでの総合的で幅広い品揃えを可能と

<sup>69</sup> 金融庁・農林水産省・経済産業省「総合的な取引所検討チーム取りまとめ」（平成24年2月24日）  
（<http://www.fsa.go.jp/news/23/syouken/20120224-2/01.pdf>）。

<sup>70</sup> 三井秀範・池田唯一監修、松尾直彦編著「一問一答 金融商品取引法」（商事法務、2006年）p.103。

する」<sup>71</sup>という観点から、2009年に金融商品取引法及び商品取引所法（当時、現在の商品先物取引法）の改正が実施された。具体的には、法律、規制、監督体制について、金融商品取引所と商品取引所を別個に位置づけるという従来の枠組を維持しつつ、両者の相互乗入れを可能とするというものであった<sup>72</sup>。「総合取引所」への道は、理論上、このとき開けたはずであった。

ところが、2009年の法改正にもかかわらず、取引所の相互乗入れは実現しなかった。その理由としては、「既存の証券取引所は、子会社を別の役所から別の法律で監督されてまで、商品先物取引に乗り出したいと思わない」<sup>73</sup>ため、という説明が一般的であろう。つまり、金融商品取引法と商品先物取引法という規制・監督の二元構造が残っていることに問題があるというわけである。

### (3) その後の見直しなど

2009年改正によっても、総合取引所が現実のものとならない中、政府は「新成長戦略～『元気な日本』復活のシナリオ～」<sup>74</sup>（2010年6月18日）の中で「総合的な取引所創設」に向けた方針を改めて示した。これを受けて、2010年10月に金融庁、農林水産省、経済産業省は、「総合的な取引所検討チーム」を発足させて、制度整備に向けて検討を開始した。「総合的な取引所検討チーム」は、2010年12月に「総合的な取引所検討チーム中間整理」<sup>75</sup>、2012年2月に「総合的な取引所検討チーム取りまとめ」を公表した<sup>76</sup>。この「総合的な取引所検討チーム取りまとめ」で示された制度構想を、具体的に肉付けしたのが2012年改正である。

2012年改正の内容は多岐にわたるが、そのポイントを一言でいえば、有価証券、金融先物、商品（コモディティ）先物を合わせて取り扱う総合取引所（又はグループ）に対する規制・監督は、金融商品取引法、金融庁に一元化されるということである<sup>77</sup>。これによって、問題となっていた規制・監督の二元構造が解消されることとなる。

もともと、2012年改正によっても、なお、商品（コモディティ）等に係るデリバティブ取引

<sup>71</sup> 金融審議会金融分科会第一部会「金融審議会金融分科会第一部会報告～信頼と活力ある市場の構築に向けて～」（平成19年12月17日、[http://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/tosin/20071218-1.html](http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20071218-1.html)）p.2。

<sup>72</sup> 具体的には、①金融商品取引所、商品取引所の業務範囲の見直し（本体による相互参入）、②金融商品取引所・金融商品取引所持株会社による商品取引所の子会社化（子会社・兄弟会社を通じた相互参入）、③商品取引所・商品取引所持株会社による金融商品取引所の子会社化（同前）などである。拙稿「金融商品取引所と商品取引所の相互乗入れ」（2009年5月8日付レポート）参照。

<sup>73</sup> 大森泰人「霞ヶ関から眺める証券市場の風景（第67回）総合取引所」（『金融法務事情』No.1951（2012年8月10日号））p.99。

<sup>74</sup> 首相官邸のウェブサイト（<http://www.kantei.go.jp/jp/sinseichousenryaku/sinseichou01.pdf>）に掲載されている。

<sup>75</sup> 金融庁のウェブサイト（<http://www.fsa.go.jp/news/22/sonota/20101224-4.html>）に掲載されている。

<sup>76</sup> 金融庁のウェブサイト（<http://www.fsa.go.jp/news/23/syouken/20120224-2.html>）に掲載されている。そのほかにも、金融庁「金融資本市場及び金融産業の活性化等のためのアクションプラン～新成長戦略の実現に向けて～」（平成22年12月24日）、「新成長戦略実現2011」（2011年1月25日）、「日本再生の基本戦略」（2011年12月24日）などでも、「総合的な取引所」についての言及がある。

<sup>77</sup> 詳細は、拙稿「総合取引所に関する金商法改正案」（2012年6月6日付レポート、<http://www.dir.co.jp/research/report/law-research/securities/12060601securities.html>）参照。

のみを取り扱う商品取引所や、商品等に係る店頭デリバティブ取引などは、金融商品取引法の対象とならず、商品先物取引法による規制・監督が維持される。そのため、規制・監督の二元構造は、一部、残されることとなる。

その後、2012年12月の衆議院総選挙により政権が交代し、新たに自由民主党を中心とする政権が誕生することとなった。ただ、自由民主党も「J-ファイル 総合政策集」の中で「『日本総合取引所』の創設」<sup>78</sup>に言及しており、総合取引所の実現を目指す方向性は、基本的に維持されているものと考えられる。

総合取引所を巡る議論が、今後、どのような展開をたどるのかは、当面、2012年改正の影響を見極める必要があるだろう。本稿執筆時点では、2012年改正による総合取引所に対する監督の一元化を肯定的にとらえる論調が多いように思われる。また、取引所サイドからも、例えば、東証と大証を傘下に有する日本取引所グループは、2013年度－2015年度の中期経営計画の中で、重点戦略の一つとして掲げる「デリバティブ市場の拡大」に向けた具体的施策として「総合取引所化への取組み」を挙げている<sup>79</sup>。その意味では、2012年改正は、一定の成果をあげつつあると評価できるかもしれない。

ただし、筆者は、本来、「総合取引所」それ自身が「目的」ではなく、あくまでも「取引所」という事業体の経営戦略の中から出てくる「結果」であるべきだと考えている。確かに、幅広い上場商品を取り扱えることは、取引所にとって競争力の重要な要素ではあるだろう。しかし、実際にどのような上場商品をラインアップし、どれに力を注ぐかは、世界を代表する取引所グループを見ても一様ではない。単純比較はできないものの、「取引所」自身の時価総額が上位に位置付けられる（つまり、「取引所」のビジネスモデルが市場に評価されている）取引所グループでも、例えば、CMEグループ（シカゴ・マーカンタイル取引所（CME）、シカゴ商品取引所（CBOT）等を傘下に持つ）は金融から商品（コモディティ）までの幅広いデリバティブ取引を取扱い、ドイツ取引所グループ（フランクフルト証券取引所、ユーレックス（Eurex）等を傘下に持つ）は金融デリバティブ取引を収益の柱としており、香港取引所は現物のウェイトが大きいといったように、それぞれに特徴を持っていることがうかがわれる（図表4）。

「取引所」が、投資者ニーズや自市場の長所・短所などを踏まえて、上場商品の品揃えを検討していく中で、「総合取引所」の姿が浮かび上がってくるというのが、本来のあるべき姿だと考えられる<sup>80</sup>。

<sup>78</sup> 自由民主党「J-ファイル2012 総合政策集」([http://jimin.ncss.nifty.com/pdf/j\\_file2012.pdf](http://jimin.ncss.nifty.com/pdf/j_file2012.pdf)) p. 25、項番 40。

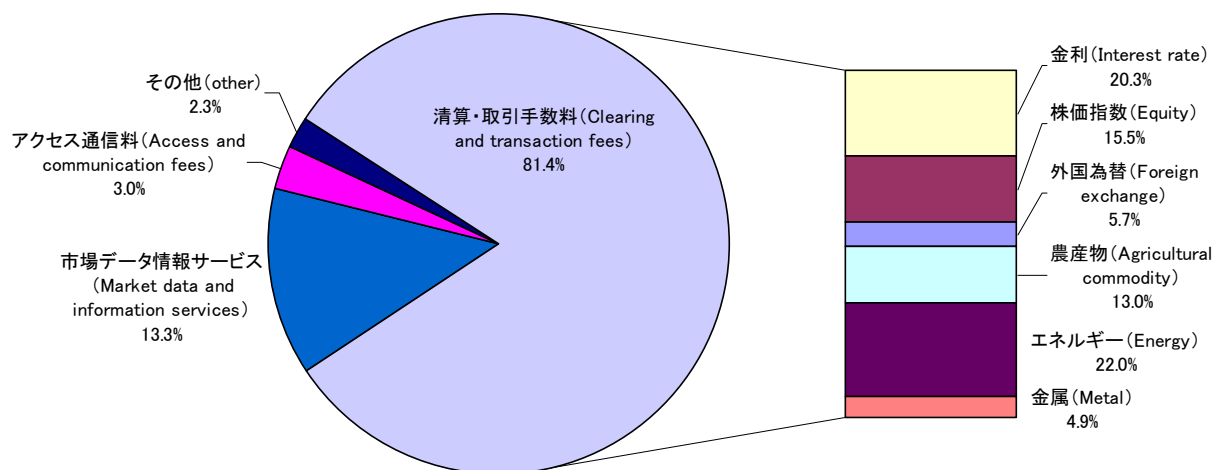
<sup>79</sup> 日本取引所グループ「中期経営計画（2013年度－2015年度）」（平成25年3月26日）

(<http://www.jpx.co.jp/investor-relations/management-information/midterm-business-plan.html>) pp. 8-9。

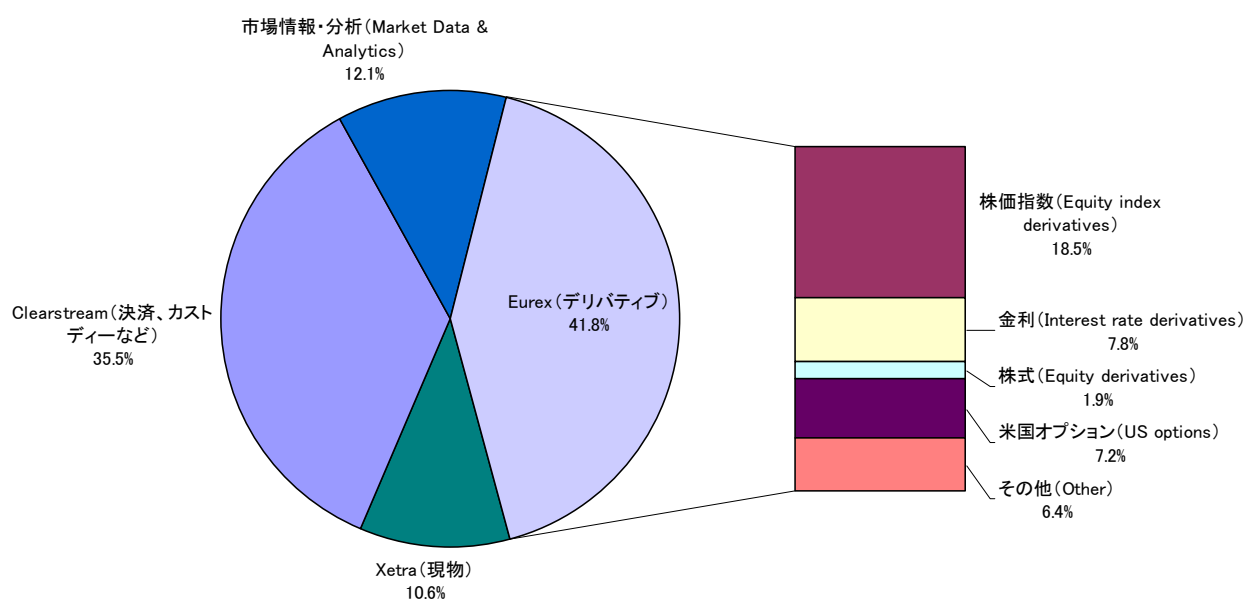
<sup>80</sup> 拙稿「総合取引所を巡る制度整備の現状と課題」（『月刊金融ジャーナル』No. 678（2013年3月号））pp. 66-69なども参照。

図表4 主要取引所グループの収益構造（2012年）

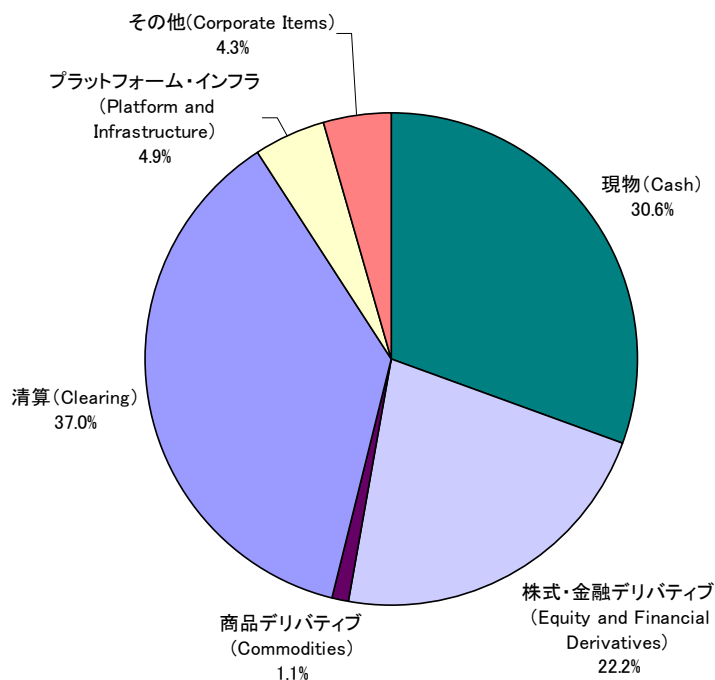
①CMEグループの「収益（Revenue）」の構成比



②ドイツ取引所グループの「売上高（Sales revenue）」の構成比



### ③香港取引所の「収益 (Revenue and other income)」の構成比



(出所) CME GROUP INC. “FORM 10-K (Annual Report) Filed 03/01/13 for the Period Ending 12/31/12”、Deutsche Börse Group “Corporate report 2012”、Hong Kong Exchanges and Clearing Limited “Annual Report 2012” に基づき大和総研金融調査部制度調査課作成

## 2. ライツ・オフアリング (ライツ・イシュー)

### (1) ライツ・オフアリング (ライツ・イシュー) とは

「ライツ・イシュー (rights issue)」とは、主に英国などで行われている増資手法で、通常、「既存の有価証券の保有者に対する、その保有数に応じた有価証券の追加取得・購入の募集であって、「未払込み (“nil paid”）」の権利として) 払込期日まで譲渡可能である証書 (renounceable letter) (又はその他の流通可能な文書) の発行の形で行われるもの」<sup>81</sup>と説明されている。

わが国では「ライツ・オフアリング」という名称で呼ばれ、「新株予約権無償割当てによる増資」<sup>82</sup>と説明される場合も多い。具体的には、増資を行いたい企業は、新株予約権無償割当て (会社法 277 条) により、既存の株主に対して、保有株式数に応じた新株予約権を無償で交付する。その増資に応じたいと考える株主は、交付された新株予約権を行使し、所要の行使価額を払い込むことで、新株を取得することができる。

<sup>81</sup> Financial Conduct Authority Handbook Glossary (<http://fshandbook.info/FS/html/FCA/Glossary/R>) の筆者訳。

<sup>82</sup> 「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・オフアリング」) に係る制度整備について～」 (平成 23 年 1 月 19 日) (<http://www.fsa.go.jp/news/22/singi/20110119-5/01.pdf>) p. 1。



それに対して、増資に応じたくない株主、あるいは増資に応じる手元資金がない株主については、その新株予約権を上場するなどの対応を取れば、割り当てられた新株予約権を容易に売却・換金することが可能となる。つまり、増資による持分の希釈化は避けられないものの、新株予約権の売却・換金を通じた経済的な埋め合わせを受ける機会を与えられることになる。

他方、株主以外の投資家は、市場から新株予約権（割り当てられた株主が売却したもの）を購入し、権利行使することで新株を取得することができる。その意味では、ライツ・オファリング（ライツ・イシュー）は、直接的には株主に割り当てながら、新株予約権の市場での売買を通じて、間接的に市場から資金調達を行うスキームだともいえ、株主割当と公募の折衷的な形態だと見ることも可能だろう。

## (2) 当初の導入経緯と結果

会社法上、譲渡制限が課されていない限り、新株予約権の譲渡について、特段の制約はない（会社法 254 条 1 項など）。この点は、会社法制定前の旧商法においても同様であった（旧商法 280 条ノ 33 第 1 項など）。また、更に遡れば、旧商法下での新株予約権制度導入（2001 年）以前においても、株主割当に当たって、新株を引き受ける権利（新株引受権）を取得した株主が、その権利（新株引受権）を譲渡可能とすることは可能であり（旧商法 280 条ノ 2 第 1 項 6 号、280 条ノ 6 ノ 3）、そのための新株引受権の上場制度も設けられていた<sup>83</sup>。つまり、わが国においては、ライツ・オファリング（ライツ・イシュー）という名称は必ずしも一般的ではなかったものの、それと同様の経済的効果を持つ増資手法はそもそも可能であり、「かねてより、わが国における株主割当の方法による増資に係る制度および実務において、実現されてきた」<sup>84</sup>とされている。もっとも、上場会社による株主割当による増資は、1960 年代においては、多い年には年間 500 件以上も実施されていたのが、1970～1990 年代にかけて大きく減少し、2000 年代に入ってから、年間実施件数は数件にとどまっている（図表 5）。

それが、突然、近年になって、ライツ・オファリング（ライツ・イシュー）という形で、株主割当による増資手法に対する関心が高まった背景には、2000 年前後から、第三者割当による増資が増加したことが指摘できるだろう（図表 5）。

特に、その中に、大規模な希釈化を伴うもの、支配権の異動を伴うもの、割当先が不透明なものなど、投資者保護や透明性の観点から問題となり得る案件が見受けられたことが<sup>85</sup>、海外を中心とした、既存株主を保護するため、ライツ・オファリング（ライツ・イシュー）を普及させるべきだとの声に結びついたものと思われる<sup>86</sup>。

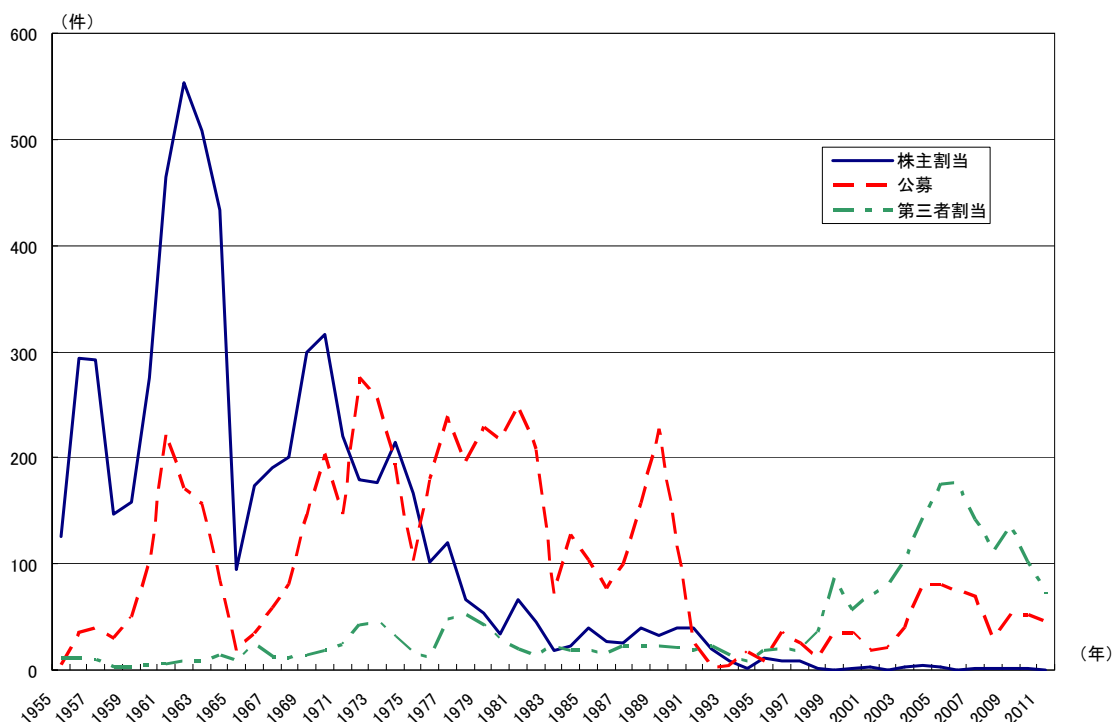
<sup>83</sup> 株式会社東京証券取引所上場部『最新東証の上場制度整備の解説』（商事法務、2010 年）pp. 31-32。

<sup>84</sup> 株式会社東京証券取引所上場部『最新東証の上場制度整備の解説』（商事法務、2010 年）p. 31。

<sup>85</sup> 例えば、平成 20 年 12 月 4 日開催金融審議会「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」（第 17 回）資料 2「関係資料」（[http://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/s\\_group/siryou/20081204/02.pdf](http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/s_group/siryou/20081204/02.pdf)）pp. 3-16 など参照。

<sup>86</sup> 株式会社東京証券取引所上場部『最新東証の上場制度整備の解説』（商事法務、2010 年）pp. 30-31 など。

図表5 上場会社の株主割当、公募、第三者割当の推移（件数）



(出所) 東京証券取引所グループ『東証要覧 2012 年版』p.129「株式による資金調達額（全国証券取引所上場会社）」に基づき大和総研金融調査部制度調査課作成

これを受けて、ライツ・オファリング（ライツ・イシュー）による増資を行いやすくするための、各種の制度改正が実施された。

まず、2009年に東証が、新株予約権の上場に関する規則の改正を行った。それまでは、新株予約権の上場が認められるためには、その新株予約権1個の権利行使により取得できる株式が1株でなければならないとされていた。2009年の規則改正では、そうした規制を撤廃し、新株予約権1個の権利行使によって取得できる株式が、計算上、端数（例えば、0.8株、1.3株など）となるような場合でも、その新株予約権の上場を認めることとされた<sup>87</sup>。これにより、ライツ・オファリング（ライツ・イシュー）において、「調達資金の規模やその資本政策に応じて柔軟に新株予約権の内容を定められることになる」と説明されている<sup>88</sup>。

更に、2010年～2011年には、一連の金融商品取引法及びその関連法令などの改正が行われて、ライツ・オファリング（ライツ・イシュー）を巡る環境の整備が行われた。その主な内容を示すと次の通りとなる。

<sup>87</sup> 詳細は、拙稿「ライツ・イシューに関する東証規則改正」（2009年12月29日付レポート）、株式会社東京証券取引所上場部『最新東証の上場制度整備の解説』（商事法務、2010年）pp.33-35など参照。

<sup>88</sup> 株式会社東京証券取引所上場部『最新東証の上場制度整備の解説』（商事法務、2010年）p.34。

- ①有価証券届出書の提出時期の短縮（2010年開示府令等改正）  
 ◇提出時期を、権利割当日の25日前から15日前に短縮
- ②目論見書の交付方法の弾力化（2011年金融商品取引法改正）  
 ◇次のすべての要件を満たせば、株主全員に対する目論見書の交付・作成は不要  
 (1)新株予約権を上場（又は、遅滞なく上場予定）  
 (2)有価証券届出書等の提出（EDINET掲載）  
 (3)EDINET掲載ページのアドレス等を遅滞なく日刊新聞紙に掲載
- ④「引受人」の定義の見直し（2011年金融商品取引法改正）  
 ◇募集等に際し、未行使分の新株予約権の取得・行使を内容とする契約をする者（いわゆるコミットメントを行う証券会社）を「引受人」の定義に追加する（募集等の「引受け」とライツ・オファリング（ライツ・イシュー）の「コミットメント」のイコール・フッティング）
- ⑤公開買付規制上の取扱いの明確化（2012年「発行者以外の者による株券等の公開買付けの開示に関する内閣府令」（以下、他社株府令）改正など）  
 ◇いわゆるコミットメント型ライツ・オファリングのうち、一定の要件を満たすものについては、株主は、新株予約権無償割当を受けたことのみを理由に、公開買付規制を適用されない（ただし、権利行使した際には、公開買付規制の適用の可能性あり）
- ⑥大量保有報告制度上の取扱いの明確化（2012年「株券等の大量保有の状況の開示に関する内閣府令」改正など）  
 ◇いわゆるコミットメント型ライツ・オファリングのうち、一定の要件を満たすものについては、株主は、新株予約権無償割当を受けたことのみを理由に、大量保有報告書（又はその変更報告書）を提出する義務はない（ただし、権利行使した際には、大量保有報告規制の対象となる）

これらに加えて、金融庁・開示制度ワーキング・グループ法制専門研究会の報告<sup>89</sup>、東証におけるライツ・オファリング（ライツ・イシュー）に関する適時開示制度などについての整備<sup>90</sup>、日本証券業協会における引受けに関する自主規制規則の整備<sup>91</sup>なども行われている。

このようにライツ・オファリング（ライツ・イシュー）制度面での環境整備は進んできた。しかし、確認できるライツ・オファリング（ライツ・イシュー）の実施例は少なく<sup>92</sup>、利用が大

<sup>89</sup> 「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～」 (<http://www.fsa.go.jp/news/23/sonota/20110916-4/02.pdf>)。ライツ・オファリング（ライツ・イシュー）が実施された場合、既存株主の中に外国株主が多数存在すれば、外国の証券規制に抵触し、外国当局への登録や開示義務などが発生する可能性があるという問題を論じている。

<sup>90</sup> 清水幸明・豊田百合子「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』No. 1963（2012年4月15日号）pp. 18-26）など参照。

<sup>91</sup> 横田裕「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」（『商事法務』No. 1963（2012年4月15日号）pp. 27-35）参照。

<sup>92</sup> 本稿執筆時点で、筆者が確認できたのは、次の5例（手続未了のものを含む）のみである。

大きく拡大する様子は、今のところうかがわれない。

### (3) その後の制度見直しなど

2012年に法制審議会で採択された「要綱」は、新株予約権無償割当てに関する割当通知の通知期限を見直すものとしている。これが実現すれば、ライツ・オフアリング（ライツ・イシュー）に必要な期間を短縮することが可能であると考えられている<sup>93</sup>。

その意味では、ライツ・オフアリング（ライツ・イシュー）を巡る環境の整備は、未だ現在進行形であり、現時点で、わが国においてライツ・オフアリング（ライツ・イシュー）が普及するか否かを判断するのは、時期尚早だともいえるだろう。

もっとも、最近のライツ・オフアリング（ライツ・イシュー）を巡る議論が、より本質的な問題に対する考察よりも、技術的な側面に走る傾向があることを、筆者は、若干、危惧している。論点は、多岐にわたるものとするが、ここでは、特に次の2点を指摘しておきたい。

第一は、ライツ・オフアリング（ライツ・イシュー）による「既存株主の保護」を無条件に是認すべきとの論調が、時折、見かけられることである。こうした論調に対しては、筆者は次のような疑問を禁じ得ない。

- ①例えば、破綻企業の再建であれば、会社更生手続や民事再生手続などにおいて、既存株主は、100%減資などを通じて「株主責任」を負わされることは当然とされる。それならば、破綻には至らないまでも経営状況の大幅に悪化した企業の再建についても、増資による資本増強を通じて、既存株主が大幅な希釈化を甘受するのは当然ではないのか？
- ②わが国の上場企業における「既存株主」の中には、オーナー（一族）株主、持合株主、取引先株主などが含まれている。こうした、いわゆる政策投資株主の既得権益についても、ライツ・オフアリング（ライツ・イシュー）によって、当然に保護されるべきものなのか？

---

タカラレーベン「新株予約権無償割当て（ライツ・イシュー（ノンコミットメント型））に関するお知らせ」（平成22年3月5日、[http://www.leben.co.jp/corp\\_ir/ir/news/pdf/press\\_100305.pdf](http://www.leben.co.jp/corp_ir/ir/news/pdf/press_100305.pdf)）  
 エー・ディー・ワークス「ライツ・オフアリング（ノンコミットメント型/上場型新株予約権の無償割当て）に関するお知らせ」（2012年10月1日、<http://contents.xj-storage.jp/contents/32500/TPDF-GENERAL/140120120930011857.pdf>）  
 クレアホールディングス「ライツ・オフアリング（ノンコミットメント型）に関するお知らせ」（平成25年3月15日、<http://qw131.qhit.net/osehp/pdfdocs/Contents/2013/03/15/2013031535980300.PDF>）  
 フォンツ・ホールディングス「ライツ・オフアリング（ノンコミットメント型/上場型新株予約権の無償割当て）に関するお知らせ」（平成25年4月12日、<http://qw131.qhit.net/osehp/pdfdocs/Contents/2013/04/12/2013041248901900.PDF>）  
 アイ・アール・ジャパン「コミットメント型ライツ・オフアリング（上場型新株予約権の無償割当て）に関するお知らせ」（平成25年4月12日、[http://www.iriapan.net/pdf/rights\\_20130412\\_02.pdf](http://www.iriapan.net/pdf/rights_20130412_02.pdf)）

<sup>93</sup> 「補足説明」 pp. 26-27 など参照。

確かに、人的なつながりが重視される“Private Company”（閉鎖会社）においては、既存株主の持ち分の維持を最優先に考えることに合理性が認められるかもしれない。しかし、市場に対して開かれた“Public Company”（公開会社）において、市場参加者全体（＝不特定多数の潜在株主）に対する公平性や透明性よりも、常に、既存株主の「既得権益」を優先すべきことの合理的な根拠を、筆者は見出すことができない<sup>94</sup>。

誤解を招かないように断っておくが、筆者は何もライツ・オファリング（ライツ・イシュー）の普及に異議を唱えるつもりはない。むしろ、ライツ・オファリング（ライツ・イシュー）という手法が、ファイナンスの選択肢として増えて、その時々々の市場環境などに応じて適切に選択されることは、投資者、発行会社の双方にとって、歓迎すべきことだと考えている。しかし、公募増資を「悪玉」、ライツ・オファリング（ライツ・イシュー）を「善玉」と決め付ける一部の論調や、ライツ・オファリング（ライツ・イシュー）の導入によって、いわゆる増資を巡る問題が一挙に解決されるとする考え方には賛同できない。

その観点に立てば、ライツ・オファリング（ライツ・イシュー）の普及・促進そのものを「自己目的化」する考え方にも、問題があるように思われる。本来、どのような市場環境下で、どのような種類の企業にとって、ライツ・オファリング（ライツ・イシュー）による増資が有効かを検証した上で、そのような条件に合致する局面で利用されるためには、何が必要かを検討すべきではないかと考えられる。

第二は、実務上の問題として、ライツ・オファリング（ライツ・イシュー）を円滑に実施するためには、新株予約権がどのくらい行使されるか、という予測可能性が重要となる点である。

いうまでもなく、新株予約権は、あくまでも「権利」であって、「義務」ではない。その保有者は、権利を行使して株式を取得することも、権利を行使せず失権させることも自由である。そのことは、発行会社の立場からみれば、必要な資金が調達できるか否かが不確実であるというリスクを負っていることを意味している。もちろん、証券会社との間で、期限満了まで権利行使されずに残った新株予約権について、その証券会社がすべて買い取った上で権利行使する契約（コミットメント）を締結することは可能である。しかし、この場合も、発行会社からコミットメントを締結する証券会社に、新株予約権が行使されない場合のリスクを転嫁したにすぎず、問題の本質的な解決とはなっていない。コミットメントを締結する証券会社の立場としても、自社の顧客ではない（つまり、接点を有しない）株主・投資者が権利行使を行うか否かを予測することは難しい。また、市況や経済環境等によっては事前の予想を大きく超える大量の新株予約権をコミットメント契約に基づき買い取らなければならなくなる可能性があるなど、そのリスクをコントロールすることには困難が伴うケースがあることも想定される。仮に、リスクがあまりに大きいと証券会社が判断すれば、発行会社とコミットメントを締結する

<sup>94</sup> この問題について、例えば、日本取締役協会が2007年10月に公表した「公開会社法要綱案 第11案」([http://www.globalcoe-waseda-law-commerce.org/koukai\\_kaishahou/index2.html](http://www.globalcoe-waseda-law-commerce.org/koukai_kaishahou/index2.html))が、「2.08 証券の発行価格」に関するコメントで「公開会社は公募を原則とするとの観念を確立することが望ましい」としつつ、「個人株主ないし個人に対して厳格な受託者責任を負う機関投資家が大半を占めるような状況が我が国でも実現すれば、英国のように株主割当てを原則視することも可能となろう」と指摘していることは、示唆に富んでいると思われる。

ことを拒否するか、そのリスクに見合った多額の手数料等を請求することとなるだろう。そうなれば、結局、発行会社にリスクが返ってくる、あるいは多額のコスト負担が発生することになってしまう。

例えば、少数の大株主が支配している企業の比較的小規模な案件であれば、ある程度、権利行使の行方が予想できて、リスクをコントロールすることも可能かもしれない<sup>95</sup>。その意味では、こうした案件においては、現状でもライツ・オフアリング（ライツ・イシュー）の活用が進むことはあり得るかもしれない<sup>96</sup>。

しかし、株主が、個人、海外含めて、広く分散している企業の大規模な案件の場合、株主による権利行使の行方を予測することは難しく、発行会社や（コミットメントを行う）証券会社が、ライツ・オフアリング（ライツ・イシュー）に伴うリスクをコントロールすることは、通常、困難を伴うものと思われる。仮に、こうした案件についても、ライツ・オフアリング（ライツ・イシュー）の活用を促進したいのであれば、発行会社や証券会社が、広く分散した株主・投資者との間で、その権利行使についてコミュニケーションをとったり、コンセンサスを形成したりするための手段（例えば、公正性確保や悪用防止等の措置を講じた上で、一種のプレヒアリングを行うなど）として、どのようなものが現実問題として可能であるかを検討することが不可欠だと思われる。

---

<sup>95</sup> もっとも、事前に大株主に権利行使の意向を確認することなどは、有価証券届出書の届出前の取得勧誘の禁止（金融商品取引法4条、企業内容等開示ガイドライン2-3など）に抵触する可能性が指摘されている。豊田祐子「エクイティ・ファイナンスの動向」（『ジュリスト』No. 1452（2013年4月号））p. 69、有吉尚哉「ライツ・オフア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』No. 1992（2013年3月5日号））p. 30など参照。

<sup>96</sup> 注92で紹介した5例における適時開示資料などを見る限り、このうち4例において（ライツ・オフアリングの決定時において）30～60%を保有する大株主が存在していたことが確認できる。このことは、ライツ・オフアリングの活用可能性を考える上で示唆的である。