

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

開示制度ワーキング・グループメンバー

座 長	くろぬま 黒沼	えつろう 悦郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
	あべ 阿部	やすひさ 泰久	(社)日本経済団体連合会経済基盤本部長
	いしぐろ 石黒	とおる 徹	森・濱田松本法律事務所弁護士
	いしはら 石原	ひでたけ 秀威	新日本製鐵(株)財務部部長
	うえやなぎ 上柳	としろう 敏郎	東京駿河台法律事務所弁護士
	おおさき 大崎	さだかず 貞和	(株)野村総合研究所未来創発センター主任研究員
	おがわ 小川	しょうじ 祥司	野村證券(株)キャピタル・マーケット部長
	おじま 小島	しげる 茂	日本労働組合総連合会総合政策局長
	かとう 加藤	たかひと 貴仁	東京大学大学院法学政治学研究科准教授
	かわむら 川村	よしのり 義則	早稲田大学大学院会計研究科教授
	かわもと 川本	てつや 哲也	(株)大阪証券取引所執行役員
	たまき 玉木	のぶすけ 伸介	年金積立金管理運用独立行政法人審議役・企画部長
	ながさわ 永沢	ゆみこ 裕美子	Foster Forum 良質な金融商品を育てる会事務局長
	ひらた 平田	こういち 公一	日本証券業協会常務執行役
	まつざき 松崎	ひろゆき 裕之	(株)東京証券取引所上場部長
	みうら 三浦	ゆたか 裕	ゴールドマン・サックス証券(株)法務部シニア・リーガル・カウンセル
	よしい 吉井	かずひろ 一洋	(株)大和総研資本市場調査部制度調査担当部長

(敬称略・五十音順)

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 ～

1. はじめに

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」)とは、「公募増資」、「第三者割当増資」と並んで、企業の増資手法の一つであり、株主全員に新株予約権を無償で割り当てることによる増資手法である。

株主は割り当てられた新株予約権を行使して金銭を払い込み、株式を取得することができるが、新株予約権を行使せずに市場で売却することも可能である。したがって、持分比率の低下を嫌う株主は新株予約権の行使によりそれを回避でき、追加出資を嫌う株主は新株予約権の売却により追加負担を回避できるという特徴を有する。

ライツ・オファリングは、欧州では大規模な増資を中心に一般的に利用されている増資手法であり、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がある。また、既存株主の大幅な持分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。

こうした中、新成長戦略(平成22年6月18日閣議決定)の実現に向けて金融庁が取りまとめた「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」(平成22年12月24日公表)では、「機動的な資金供給等」の実現を促進するための施策として、「ライツ・オファリングが円滑に行われるための開示制度等の整備」が掲げられたところである。

当開示制度ワーキング・グループでは、「英文開示の範囲拡大」(平成22年12月17日報告書公表)と併せて、投資者保護を確保しつつ、増資手法の選択肢の一つとしてライツ・オファリングの利用の円滑化を図るための制度整備について、平成22年12月から3回にわたり審議を行った。

本報告書は、当開示制度ワーキング・グループにおける検討結果をとり

まとめたものである。今後、関係者において、適切な制度整備が進められることを期待する。

2. ライツ・オフリングに係る制度整備

(1) 目論見書の交付方法の弾力化

現行制度上、会社法第277条の規定による新株予約権無償割当ては、有価証券の募集に該当し、有価証券の募集に際しては原則、投資者に対する目論見書の交付が必要とされている。

一般に募集に際しては、投資者は短期間での投資判断が求められる。投資者に対して強い投資勧誘が行われる場面も想定される中、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と考えられる。このような考え方を踏まえ、現行制度では、有価証券の募集に際して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うこととされている。

ライツ・オフリングでは、株主に対して新株予約権が自動的に割り当てられる。このため、株主は、新株予約権の取得の可否について判断することが必要となることはない。もっとも、株主は割り当てられた新株予約権の行使の可否を判断することが必要となる。このように、ライツ・オフリングにおいては、株主に求められる判断の内容が一般の募集とは異なることとなるが、株主が的確な判断を行うために必要な情報を提供する観点から、株主に対する何らかの適切な開示が必要と考えられる。

現行制度上、ライツ・オフリングにおいても目論見書の交付が必要とされている。但し、この場合は、公募・第三者割当増資とは異なり、既存株主全員に対する交付が必要となるため、実際問題として、株主数が多い企業にとっては、ライツ・オフリングによる資金調達の選択肢が奪われているとの指摘がある。

このような中、投資者保護を図りつつ、ライツ・オフリングが企業の資金調達の現実的な選択肢となるよう、目論見書の交付方法の弾力化を行

うことが求められる。

この点について、一般の有価証券の募集では、当該有価証券を取得する意思を有する投資者が当該有価証券を取得できるとは限らないため、投資者に対し、投資判断のための情報を適切に提供する要請は強い。これに対し、ライツ・オファリングでは、株主全員にその持分割合に応じて新株予約権が割り当てられ、追加出資を望む株主は新株予約権を行使することにより確実に株式を取得できる。このため、株主に対して新株予約権の行使について強い誘引が行われる場面でも、株主が新株予約権の行使を急ぐような圧力が生じる可能性は、一般の募集と比べて高くないとの考え方があり。また、ライツ・オファリングでは、割当ての対象が株主であり、発行者に関する情報を有していることが多い。特に発行者の株式が金融商品取引所に上場されている場合には、多様な情報が流通していることが想定される。これらの点を勘案し、株主による慎重な対応を求めるために目論見書を交付する必要性は相対的に高くないとの指摘がある。

更に、新株予約権が金融商品取引所に上場される場合には、株主は新株予約権を行使せずに市場価格で売却を行うことが可能となる。このように株主にとっての選択肢が増えることから、新株予約権の行使の可否を判断するための情報を、目論見書という形で株主全員に対して一律に提供する必要性は必ずしも高くないと考えられる。

以上を踏まえ、ライツ・オファリングについて目論見書の交付方法の弾力化を行うことが適当である。具体的には、(イ)新株予約権が金融商品取引所に上場されるライツ・オファリングの場合において、(ロ)有価証券届出書等を提出し(その結果、電子開示システム(EDINET)に掲載され)、(ハ)EDINETのウェブページのアドレス等の情報を有価証券届出書等の提出後遅滞なく(遅くとも新株予約権の割当てが行われるまでに)日刊紙に掲載することにより、目論見書の交付を不要とすることが適当である。

上記のとおり目論見書の交付方法の弾力化を認めるとしても、我が国においてライツ・オファリングは馴染みが薄いことから、発行者や市場関係者がライツ・オファリングについて周知を図るための実務的対応を行っ

ていくことが、投資者保護の観点からは重要と考えられる。このため、金融商品取引所における適時開示制度に基づく発行者の情報開示を充実させるとともに、下記(2)のコミットメントを行う証券会社などの市場関係者において、ライツ・オフリングの周知に向けてどのような対応が可能であるかについて、具体的な検討が進められることが期待される。

(2) 「有価証券の引受け」の範囲の見直し等

① 「有価証券の引受け」の範囲の見直し

ライツ・オフリングでは、権利行使がなされなかった新株予約権について、発行者が取得条項に基づき取得した上で証券会社に売却し、当該証券会社が権利行使をして取得した株式を市場等で売却するというスキーム(以下「コミットメント型ライツ・オフリング」という)が考えられる。コミットメント型ライツ・オフリングでは、証券会社の権利行使により最終的に全ての新株予約権の行使が担保されているため、発行者にとってあらかじめ調達額を確定できるとのメリットがあるとされる。

現行制度上、コミットメント型ライツ・オフリングにおける証券会社の行為は「有価証券の引受け」には該当しないと解される。すなわち、コミットメント型ライツ・オフリングでは、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(金融商品取引法第2条第6項第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いない場合」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。

しかしながら、コミットメントを行う証券会社の行為に着目すると、発行される新株予約権のうち既存株主を含む投資者が行使をしない分について、その取得及び行使を証券会社が予め約束することとなるため、「残額引受け」を行うことと行為態様やリスク負担の点で類似性を有すると考えられる。

このため、コミットメントを行う証券会社の行為(未行使の新株予約権の取得及び行使)を「有価証券の引受け」と位置付けることにより、証券

会社に対して必要な規制が課されるような枠組みを整備し、投資者保護を図ることが適当である。

「有価証券の引受け」を行う証券会社については、著しく不相当と認められる数量・価格等の条件による引受けが禁止されるほか、「元引受け」を行う証券会社について最低資本金の上乗せ及び引受けの適否に関する適切な引受審査が義務付けられる。また、発行者と「元引受契約」を締結した証券会社には、有価証券届出書の虚偽記載に関する責任が生じることとなる。

② 「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、上記(1)のとおり、証券会社などの市場関係者がライツ・オファリング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た場合には、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、コミットメントを行う証券会社については、自らが取得及び行使する新株予約権の数量を減らすインセンティブが生じ、不当に新株予約権の保有者の権利行使を誘引する場合も想定される。

このような観点から、コミットメントを行う証券会社に対して、「新株予約権の行使を働きかける行為」に際し、虚偽の表示を行うことの禁止などの規制を課すことにより、かかる行為の適正化を図っていくことが適当である。

(3) 継続開示書類が提出された場合の訂正届出書の取扱いの見直し

現行制度上、有価証券の募集に際し、有価証券届出書の効力発生後も、申込みが確定するときまで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。ライツ・オファリングにおいても、新株予約権の行使がなされるまでの間に継続開示書

類が提出される場合、訂正届出書の提出が必要となる。

有価証券届出書の提出から効力発生までの期間は、投資者への周知や投資者による熟慮の期間を確保するためのものであるが、効力発生後については、訂正届出書を提出することによって情報を提供する必要性は相対的に低いと考えられる。

一般の募集の場合には、有価証券届出書の提出から申込みの確定までの期間が比較的短期間であることから、継続開示書類の提出日を外して当該期間を設定するとの実務的対応が行われている。

これに対し、ライツ・オファリングでは、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る。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・オファリングの阻害要因となっているとの指摘がある。

以上のようなライツ・オファリングの特性にかんがみれば、有価証券届出書の効力発生後に継続開示書類が提出される場合であっても、あらかじめ当該有価証券届出書に継続開示書類の提出等の時期が記載されているときには、訂正届出書の提出を不要とすることが適当である。

(4) その他の課題

① 公開買付規制・大量保有報告規制

コミットメント型ライツ・オファリングの場面における公開買付規制・大量保有報告規制の適用に関し、新株予約権の割当てを受ける株主やコミットメントを行う証券会社につき以下のような指摘がなされている。

現行制度上、各株主は、新株予約権の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割合・株券等保有割合を計算し、両規制に基づく義務が課されるか否かを確認することとなる。その際、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割合・株券等保有割合は増加することとなる。

現行制度上、新株予約権無償割当てが実施され、全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割合・株券等保有割合が増加する。また、各株主の最終的な株券等所有割合・株券等保有割合は、新株予約権の行使状況に応じて変化することになる。

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。このため、一定期間経過後は、各株主の株券等所有割合・株券等保有割合の計算上、他者所有・保有分も含めすべての新株予約権に係る議決権数が分母に加算され、当該割合は最終的には減少することが想定される。この場合、割り当てられた新株予約権を行使し、その他に株式の取得・処分を行わなかった株主の株券等所有割合・株券等保有割合は、新株予約権無償割当てがなされる前の割合に戻るものとなる。

上記のような株券等所有割合・株券等保有割合の変動の特性があるにもかかわらず、現行制度に基づき、割当て時点における株券等所有割合・株券等保有割合に基づいて両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場合も考えられる。従って、上記のような株券等所有割合・株券等保有割合の変動の特性を捉えた適切な手当が必要であるとの指摘がなされている。

次に、現行制度上、証券会社が引受け業務により所有・保有する株券等については、払込期日の翌日まで株券等所有割合・株券等保有割合の対象から除外する特例が定められている。コミットメント型ライツ・オファリングにおいて証券会社がコミットメントを行う行為を「有価証券の引受け」と位置付けて上記の特例を適用する場合には、証券会社が新株予約権を行使して株式を取得するために要する期間等を考慮し、より長い猶予期間を設けることが必要であるとの指摘がなされている。

以上のような指摘を踏まえ、公開買付規制・大量保有報告規制について、適切な手当てが検討されるべきである。

② 外国の証券規制への対応

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、発行者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可能性がある。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、一定の外国居住株主に権利を割り当てない、又はこれらの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。我が国においても、外国の証券規制の過度の適用を回避するために外国居住株主による新株予約権の行使を制限することが株主平等原則に抵触しないことについて、現行法の下における考え方の整理が図られることが適当である。