

## 開示制度ワーキング・グループ 法制専門研究会(第1回会合) 議事要旨

1. 日時:平成23年7月1日(金) 13時30分~15時40分
2. 場所:中央合同庁舎第7号館12階 共用第2特別会議室
3. 出席者:神作座長、阿部委員、石塚委員、石綿委員、太田委員、小口委員、加藤委員、岸田委員、清原委員、黒沼委員、関委員、田中委員、平田委員(代理出席)、松崎委員  
(オブザーバー)法務省  
(欠席)松井委員
4. 議題:海外におけるライツ・オフリングの実務、ライツ・オフリングと外国の証券規制対応
5. 議事概要

冒頭、座長より議事運営についての説明及び事務局より出席者の紹介。その後、事務局より日本企業がライツ・オフリングを行う場合の外国証券規制の対応の説明を行った後、証券会社より海外(欧州、韓国)のライツ・オフリングの実務についてのプレゼンテーションが行われた。その後、「ライツ・オフリングと外国の証券規制対応」に関する基本認識と論点について、質疑応答・自由討議が行われた。委員からの主な意見は以下のとおり。

### 本研究会の検討対象について

- 本研究会ではライツ・オフリングの検討を行っているのであって、支配権の争いの場面は検討していないわけであるから、支配権の争いの場面については、検討対象に含まれていないことを明確にしておけばよいのではないか。
- 仮に特定の外国の居住株主の持分割合が特に高い場合は、新株予約権市場において流動性が十分に確保されない恐れがあり、経済的対価が確保されるべきという相当性の要件が満たされない可能性があるという観点から考慮することも必要。

### ブルドックス事件最高裁決定との関係について

- ブルドックス事件の最高裁決定は、買収防衛策を取り扱った事例であり、今回ライツ・オフリングにおける外国居住株主の新株予約権の行使制限と株主平等原則との関係を整理する上で、参考とすべきものなのか。

- ブルドックソース事件は買収防衛策を取り扱った事例であるが、一般論として判示されている部分もあり、今回の検討にあたっては、ブルドックソース事件の最高裁決定を前提として検討することが必要と考える。
- ブルドックソース事件の最高裁決定の枠組み自体は、一般的に適用可能と考える。ピコイ事件の高裁決定においては、取締役会決議しか手続がとられていないが、ブルドックソース事件の最高裁決定と同じ枠組みで、必要性・相当性について議論が行われている。また、ピコイ事件では企業価値のき損の有無の認定が厳格になされているが、これは、支配権の争いを取締役が決めることができるのは危ういという前提と理解できる。
- ライツ・オファリングは、通常、支配権が問題とならず、ある程度、取締役の経営判断に任せてよい場面といえ、必要性・相当性について厳格に認定を行う必要はないと考えることもできる。
- ブルドックソース事件の考え方はライツ・オファリングの際の行使制限にも当てはまるという考え方もあり得るため、必要性・相当性の検討が必要と理解している。もっとも、委員の意見を踏まえると、支配権を争う局面でなければ、必要性について緩やかに解する余地があると理解した。
- ライツ・オファリングはそもそも資金調達手段であり、公募や第三者割当てにおいては、そもそも既存株主に持分の確保すらされていない点とのバランスも考慮する必要。最低限、有利発行規制の場合と同じレベルの保護が与えられていればよく、株主平等原則の観点から問題にする必要性はない、と整理できるかとも考えている。

そのように考えると、総会で承認決議をとること、定款に行使制限を規定すること及び取得条項によって発行会社が取得する際に適正な対価を支払うことについて、いずれも必須の要素と考える必要はないのではないか。

#### **資金調達手段として利用できるようにするための行使制限の必要性**

- 資金調達を行う場合に、なぜ、ライツ・オファリングの方法による必要があるかは論点となるが、この点は経営判断に委ねるべき事情であって、厳格に解する必要はなく、外国の証券法に基づく登録により企業価値がき損するという事実により、必要性は十分認められると考える。
- 例えば米国の場合、証券法のような連邦法以外にも、州法も存在しており、将来時点においてこれらの規制の全てに対応していくことは非常に困難。

また、ニューヨーク証券取引所やNASDAQへ上場している日本企業の場合であっても、現在は簡略化された開示のみを行っている企業もあり、ライツ・オファリングの実施の際の登録の負担を考えると、決してこれらの取引所に上場しているからといって米国証券法への対応が

容易になるとは限らない。

### 行使制限と特定外国株主の利益との関係での相当性

- 事実として市場が形成されており、市場で売却が可能となっているなど実効的な機会があれば、行使制限により権利行使が制限される特定外国株主に対し、取得条項により適切な対価が支払われる仕組みとなっていないとしても、十分であるとする。実際の市場価格は理論価格と比べてディスカウントされると思うが、小規模なら裁判所は問題視しないのではないかと。
- 実際に市場が形成されない場合や市場価格が理論価格から大きく乖離した場合に、裁判所がどのように判断するかは論点となる。このような場合に発行会社が責任を負うと解したとしても、発行会社は市場が形成されるであろうという予測をもってリスクをとるのであれば、実務は回るだろう。また、根本的に日本企業の株式を購入した外国居住株主をどこまで保護する必要があるのかという議論もありうるはずであり、仮に市場が形成されなくても、発行会社が相当程度努力を行っていれば、相当性が認められるということも十分に考えられる。
- 新株予約権の売却による経済的対価が確保されているかが問題となるが、外国の事例を見る限りは、株式に比べて1%程度のディスカウントに留まっており、問題とはならないのではないかと。

### 株主総会決議の要否

- ブルドックスソース事件は、定例の株主総会が開かれる予定があったため、株主総会決議を経た事例である。今回の検討において、株主総会決議の要否という観点から、参考とすべきものなのか。
- 株主総会決議の要否はオープン・イシューと考える。議論はあると思うが、少なくとも最高裁の決定では、株主総会決議があったため適法である、という判断にはなっていない。
- ブルドックスソース事件では、特定の者の支配が株主共同の利益に合致するか判断するのが難しいため、株主の判断を尊重したもの。どれだけ今回の検討の参考になるか判断するのは困難だが、外国の証券法に基づき登録を行う費用が株主共同の利益に反すると客観的に明らかならば、株主の意思を確認するまでもないのではないかと。株主共同の利益に反する、ということをサポートする事実を積み上げていくことが重要。
- ピコイ事件の高裁決定においては、取締役会決議しか手続がとられていないが、ブルドックスソース事件の最高裁決定と同じ枠組みで、必要性・相当性について議論が行われており、株主の賛成が必ずしも必要というわけではない。

- そもそも、ブルドックソース事件の最高裁決定では、「殆どの既存株主の判断」という表現が用いられており、「株主総会の特別決議」という表現が用いられているわけではない。株主の判断対象としての適格性等をも勘案すれば、株主総会決議が必要と判断する必要性はないと考えている。

#### 行使制限を設けることについての定款への規定の要否

- 実務の立場としては、特定の外国居住株主について行使制限を付すといった内容の定款を規定することは、それぞれの国によって行使制限の方法も異なることも考えられ、技術的に困難。
- 行使制限をすることを定款に規定することは必須ではないと考える。ただし、定款の規定は技術的に困難との指摘だが、実際に新株予約権を発行する際に、行使制限を包含するような一般的な内容を規定することのハードルは高くないのではないかと。あらかじめ行使が制限されることを明確にしておけば、それを考慮して投資家は投資判断を行うはずであり、株主平等原則に抵触する可能性は弱まると考えられる。
- ライツ・オファリングに関して、第三者割当や公募よりも厳しい規制を課すことは難しいのではないかと。定款への規定や株主総会決議を求めるべきではない。
- 定款に規定することは、必須とは考えていない。外国居住株主に対し、どのような場合は行使制限が付されるかといった、予測可能性を高める取組みがあれば十分であり、その一例としては、本研究会の報告書の英語版を公表することは、外国居住株主に対し、日本企業の姿勢を伝えることとなると思う。
- 定款に明記する必要はないと思う。外国居住株主への予見可能性を高めるためには、報告書を英語で公表することや、発行会社が開示を行うことなどで対応可能である。

#### 権利行使を制限された外国居住株主から新株予約権を取得する際に対価を支払うことの要否

- 取得条項による取得に際し、仮に適正な対価を支払うとしても、必ずしも全ての外国居住株主に対して適正な対価の支払いを行う必要はなく、所定の期間内にレターを提出した者に限って支払いを行うことにより機会を確保しておけば十分であると思われる。もっとも、適正な対価の支払いを必須とすべきとは考えない。
- 取得条項による取得は発行会社と株主の関係となるが、行使制限が付された外国居住株主の新株予約権の現金化の機会、市場による売却という形で与えられる。この点、外国居住株主と発行会社とは現金化の関係では直接関係ないように思われるが、海外ではどのよう

に整理されているのか。

- 海外の事例では、未行使のライツは失権し、その上で行使を行わなかった株主に対して現金を交付することもある。このとき、株価がライツの行使価格よりも高ければ未行使の株主に対し現金を渡すことになり、株価が行使価格よりも低い場合は株主に対して何も交付することはないことが一般的である。
- 取得条項の対価について、各国の制度を個別に調査した上で、特定の株主に対してのみ適正な対価を支払うことは困難だと思う。また、取得条項の対価に差異が存在すると、マーケットでの価格形成もいびつになるのではないか。
- そもそも株式発行において、有利発行を検討する際に現在でも 10%程度までのディスカウントは容認されており、ライツ・オフリングの場合にのみ対価を厳密に考える必要はないのではないか。
- 行使制限により権利行使が制限される外国居住株主に対し、取得条項により適正な対価を支払って発行会社が新株予約権を取得することが強調されると、実務の立場としては対応が困難。権利行使をしない株主が多く現れると予想され、コミットメントを行う証券会社としては、引受けのリスクが非常に高くなる。

#### **海外におけるライツ・オフリングの実務**

- プレゼンテーションの中で、欧州のライツ・オフリングに関して、米国居住株主から行使制限を受けたことを理由として訴訟が提起された例はないとのことであったが、これは市場において適正な価格でライツの売却が可能であることが理由と考えられるか。
- 市場で取引が可能であり、現金でライツの対価を得ることができるため、米国居住株主は特段差別されていると考えていないのではないか。持分比率については、ライツを現金化した後に市場で株式を購入すればよい。
- 韓国の新韓銀行のライツ・オフリングでは上場期間が5日だったようであるが、これは特殊な事例か。
- 特殊な事例と理解している。新韓銀行の事例では、上場前に従業員持株会に新株予約権を行使させる期間があったなど、通常のライツ・オフリングとは異なる処理が行われていた。
- 一般的にライツ・オフリングの際の希釈化率はどれくらいなのか。
- 事例により異なる。ディスカウント率について、2009年以降の欧州におけるライツ・オフリン

グにおける株価に対する行使価格は4割程度ディスカウントされており、これは権利落ち後株価に対して3割程度という水準。金融危機の際はディスカウント率が更に深かったという印象だが、最近はタイト化してきているという印象。はじめに資金使途に対する調達額が決まり、次いでディスカウント率が決定され、最終的に発行株式数が決定されることにより、希釈化率が定まるのが通常である。

- 海外におけるライツ・オフリングにおいては、米国居住株主のうち適格機関投資家のみライツの行使が認められるという実務が行われているとのことだが、インベスター・レターを提出することによりライツを行使する適格機関投資家はどれくらいいるのだろうか。諸手続の煩雑さから失権するケースが多いのだろうか。
- 適格機関投資家からインベスター・レターを受領することは一般的であり、手続が形骸化しているとは考えていない。
- 韓国の新韓銀行の事例について、ライツの内容自体は行使について変更されているものでなく、目論見書により対応しているのだろうか。
- 韓国の事例についても、欧州と同様、ライツの内容自体に行使制限を加えるなどの対応をとっているのではなく、目論見書による対応に留まっている。
- 海外の事例において、ライツ・オフリングに際して株主総会は開催されているのだろうか。
- 欧州では、ライツ・オフリングの実施そのものに株主総会決議が必要とされているわけではない。2009年にHSBCがライツ・オフリングを実施した際には株主総会を開催したが、ライツ・オフリングの実施自体を決議したわけではなく、授権株式数の拡大のために開催したものであった。
- プレゼンテーションの中で、行使制限の対象となる米国居住株主に割り当てられた新株予約権は現金化されるとの紹介があったが、こうした取扱いは日本の株主についても同様。
- また、英国におけるライツ・オフリングについて、小規模な会社は、そもそも米国居住株主に対して割当てすら行わないという事例もあると理解しているが、米国当局のこうした会社に対するスタンスはどのようなものなのだろうか。
- 米国証券当局の姿勢について答える立場にはないが、プレゼンテーションの中で紹介した4つの外国のライツ・オフリングの事例においては、4社中3社についてADRが米国で上場されている事例であるが、それらは米国SECへの登録を行っておらず、米国居住株主に対しては適格機関投資家のみ行使を認める対応を行っている。

## その他

- 株主平等の趣旨は尊重すべきだが、上場会社の過大な負担増にならないような手立ても必要。例えば、日本に居住していた個人が米国に引っ越したことに伴い米国居住株主となるケースもあるが、こうしたケースについても米国証券法は等しく登録を求める形式となっているのか。
  
- 厳密に米国証券法を遵守するならば、米国証券法にある最大限の努力を払うという精神に基づき、株主判明調査を行い、実質株主について調査している。
  
- ライツの行使自体に費用はかかるのだろうか。
  
- 行使自体に費用はかかり得る。ただし、証券会社によって対応が異なると思うが、行使の取次ぎ自体に費用がかかるということは聞いたことがなく、行使に伴い取得した株式の保護預かり手数料が発生する程度のものである。  
また、裁定取引を行う際に借株の費用が生じ、これがライツの理論価格と比べた場合のディスカウント要素となると思われる。

(以上)