

開示制度ワーキング・グループ 法制専門研究会(第2回会合) 議事要旨

1. 日時:平成23年9月1日(木) 10時00分~12時00分
2. 場所:中央合同庁舎第7号館13階 共用第1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、岸田委員、
黒沼委員、関委員、田中委員、平田委員、松崎委員
(オブザーバー)法務省
(欠席)加藤委員、清原委員、松井委員
4. 議題:新株予約権の適正な市場形成、ライツ・オファ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「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(案) ~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~」について、概要の説明が行われ、また、証券会社より新株予約権の適正な市場形成についてのプレゼンテーションが行われた。その後、報告書(案)について、質疑応答・自由討議が行われた。主な内容は以下のとおり。

報告書(案)の概要説明

(事務局)

- 前回の議論を踏まえて、本報告書で対象とするライツ・オファリングの範囲を明確化するため、発行会社の支配権が争われている場面でライツ・オファリングが実施されている場合は対象とせず、また、新株予約権が上場されている場合を対象とすることを明記した。
- ブルドックスソース事件最高裁決定は、会社の支配権が争われている場面を前提としており、支配権の争いがない場面において直接適用されるかは明らかではないが、判例の背後にある必要性和相当性という枠組みが、行使制限の付された新株予約権の無償割当て一般に対して利用できることは、前回議論でも異論がなかった。
- 委員の方からは、どのように新株予約権の市場が形成されるかがポイントであるとの指摘を受けており、後程証券会社のプレゼンテーションで説明いただく予定。
- 報告書案には記載していないが、持株比率の特に高い外国居住株主が存在する場合、それらの株主が自身の持株比率を維持するために市場で買付けを行うことにより、株価が急騰

するおそれがあり、そうした外国居住株主の被る不利益にも配慮すべきとの指摘があった。前回の会合でも、特定の外国居住株主の持分比率が特に高い場合や外国居住株主全体の持分比率が特に高い場合について、支配権争いに係る観点から議論をいただいたが、相当性の要素にも係る問題意識であるとの示唆もいただいたものと理解している。

- 同じく、報告書案には記載していないが、株主総会決議を通じて権利行使が制限される者を含む株主から承認を得ておくことは、法的安定性の観点から有意義であり、また、株主総会決議まで行わないとしても、持分比率の高い株主から個別に承認を得ることも考えられるとの指摘があった。

報告書を踏まえた規律の整備の検討状況(日本証券業協会、東京証券取引所)

(日本証券業協会)

- 本報告書を踏まえた自主規制規則の策定について、日証協の内部で、まだ具体的な検討は行っていない。どうすればライツ・オフリングが実務上、円滑に実施されるのか、という細かい議論については、現在日証協の検討会において議論しており、本論点についても、報告書を踏まえて検討会において具体的な検討に入ることになると思われる。
- 報告書で指摘がなされている通り、必要性・相当性を満たすために引受証券会社が取り組むべき事項は、何らかの形でとりまとめていかなければならない。特に、マーケットでの新株予約権の流動性をどのように確保するか、という点は難しい問題ではあるが、議論しなければならないと考えている。現状、新株予約権の流動性が確保される前提として、親株の流動性が確保されることが必要なのではないかと考えており、引受審査において、親株の流動性が確保されていることを一つのメルクマールとして、新株予約権自体の流動性の判断が出来るのではないかと考えている。ただ、新株予約権の流動性の有無は、親株の流動性に加えて、発行会社の規模や新株予約権の数量等、様々な切り口から判断しなければならないものであり、親株の売買回転率や根付率を考慮することも考えられるが、一律に数値基準を設けるべきかは分からない。様々な議論を経て、一定の方向性が示せばよいと考えている。
- 支配権を争う場面におけるライツ・オフリングではないことが、報告書においても前提となっているが、証券会社としても、株主平等原則に反しない形でライツ・オフリングを実施するために、支配権争いとの関係についてどのように審査をするか、一定の方向性を示せばと考えている。

(東京証券取引所)

- 報告書を踏まえた規律について、具体的にこうしようという取組みまで検討が詰まっているわけではない。本研究会の報告書や議事要旨が公表され、報告書に載っていない箇所も含めて、議論の方向性や過程が明らかになれば、各上場会社が今後ライツ・オフリングを行う際に大変参考になると思っている。取引所としても、上場会社が株主平等原則の趣旨に反しない

ライツ・オフリングのスキームを構築することが出来るよう、現状のルールで足りるかの検証を出発点として規則改正や指針等の見直しを含めて引き続き対応を検討していきたい。

- 報告書では、新株予約権が上場されるケースを念頭においていると思われるので、新株予約権無償割当てにおいて外国居住株主に対し行使制限を付す場合、基本的には新株予約権の上場を求めるルールを構築するの一案であると考えている。また、個別の企業がライツ・オフリングを実施する際に、必要性・相当性に関する検討内容や支配権争いに関わるライツ・オフリングではないことについて、情報開示を求めることも一案と考えており、具体的にどのような内容の開示を求めるのが適切か、検討すべきと考えている。
- アービトラージが図られることにより、メカニズムとしては十分に新株予約権市場の流動性が確保されると思うが、それに加えて、どのように流動性を確保していくか、という日証協の取組みと歩調を合わせて検討を進めていきたい。コミットメント型であれば証券会社が一定の内容につき引受審査をするであろう一方、ノン・コミットメント型の場合、発行会社自身で、必要な項目について検討をする必要がある。日証協とも相談して、ノン・コミットメント型の場合についても、コミットメント型の場合と同様の実務運用が構築されるように、必要な制度整備について、今後検討を進めていきたい。

特定外国株主の利益との関係での相当性

- 相当性の要素として「経済的な不利益を受けない」という表現があるが、そのように言い切れるのか疑問があり、もう少し婉曲的な表現が適当ではないか。
- 相当性の要素について、「特定外国株主が市場で株式を購入することができる状況にある場合」とあるが、特定外国株主が市場で株式を購入できない状況でない場合には、相当性の判断において不利に扱われる可能性があるとの指摘が本研究会の委員の総意であるのならば、そのような要素を本報告書で勘案していただくこと自体は否定しない。ただし、そのような要素は、あくまで相当性に関するプラスの考慮要素であり必須ではない、と考えるべきではないか。
- 今回検討しているライツ・オフリングは、支配権を争う局面で行われるものではないことが前提であるので、株主に経済的な不利益を与えることさえなければ、相当性は満たされると考えている。それに加えて、市場で株式を購入することにより持分割合の維持が可能で、保有割合に影響が生じないのであれば、相当性についてのプラスアルファの要素となると理解している。
- 市場で株式が購入できる状態にあることは、持分割合の維持という観点に加え、新株予約権のアービトラージが働くためにも重要であると考えられる。そのため、仮に市場で株式が購入できない場合、本当に新株予約権の流動性があり、相当性が確保されるものなのか疑問。確かに第三者割当増資との均衡を考えた場合、少なくとも支配権争いではない場面において

は、必ずしも株主の持分割合の維持が法的に求められているものではなく、「市場で株式を購入することができる状況にあること」が必須ではないとする考え方も理解できる。しかしながら、株式を購入できない状態でも問題ない、と理解されるような書き方とはならないよう、注意を払う必要があるのではないか。

- 「市場で株式を購入することができる状況にあること」を相当性の要素とする点は、削除しないほうが良いと思う。資金調達の場合で既存株主の持分割合が維持されることが絶対的命題ではないという点については、脚注8で「発行可能株式総数の枠内であれば、株主にとって持分割合の維持は保証されておらず」と記載するなど、既に報告書においても両論併記の形となっている。ライツ・オフリングは既存株主の持分割合が維持しやすい資金調達方法であることが長所と考えられているため、相当性の議論の中でも持分割合の維持について触れておくべきではないか。
- 相当性に関する「市場で株式を購入することができる状況にあること」という記述は、単に東証等で特定外国株主が株式を購入できる状況であれば十分と理解しており、株価が高騰するリスクまで考慮する必要があるとは考えていなかった。記述を残すことに異論はないが、仮に当該記述を削除する場合であっても、例えば、脚注として同箇所の趣旨を記載すべきではないか。
- 上場される新株予約権の流動性の確保の観点から親株の流動性について考慮が必要との指摘もあり、株式が市場で購入することができる状況にあることがポイントであることは疑いがないのではないか。
- 相当性の要素として「市場で株式を購入することができる状況にあること」とする記述は、削除しないほうがよいと考える。一般的に公開会社の資金調達に際して既存株主の持分割合が維持されることが法的に保証されているものではないと理解しているが、株主平等原則との関係であれば、既存株主の持分割合の維持のためにあえてライツ・オフリングを実施するにもかかわらず、特定外国株主の持分割合が維持できないのでは、現実問題となる余地はあるのではないかと思う。そのため、特定外国株主の持分割合の維持が可能であることは、配慮されるべき観点として重要であると考えます。
- 相当性の要素として「市場で株式を購入することができる状況にあること」とある点について、特定外国株主にとって海外市場で購入可能な状況が必要と解されるおそれがある。例えば「既に株式が上場されている市場において」とするなど、ライツ・オフリングを実施する会社が海外で株式を上場していない場合であっても、日本市場で上場されていれば良いとする点を明確化してほしい。

株主総会決議の要否

- 株主総会決議は必須ではない、との結論には異論がないが、報告書案の「なお」以下の記載が分かりにくい。株主総会決議の要件について、必要性・相当性の要件が満たされることが前提となることにより株主総会は必須ではない、と結論づけられるのではなく、支配権を争う場面ではないから、株主総会決議は必須ではないと考えるべきではないか。そのように記述することにより、反対解釈として、支配権争いの場合には株主総会決議が必要と解釈されるおそれがある点を懸念するのであれば、株主総会決議の要否は、支配権争いに言及せず、資金調達目的であることを前提に記載すればよいのではないか。株主に判断を委ねる必要がある場面ではない、と結論付けられる理由が報告書案の記載だけでは分からない。
- 株主総会決議の要否と必要性・相当性の話は直接リンクしない。必要性・相当性の要件は、株主平等原則を担保するものであるが、これらの要件に問題のある事案において、株主総会決議を経たからといって適法となるわけではない。資金調達に係る会社の決定はそもそも取締役会決議事項であるので、「資金調達目的であるため、株主総会決議は不要」とすればよいのではないか。
- ブルドックスソース事件最高裁決定における株主総会決議の評価だが、株主総会決議により、会社にとって企業価値の毀損が生じる場合か否かについての立証責任が転換されるという意味で、いわば株主総会決議の存在を証拠方法の一つとして使っているように読める。必要性・相当性が満たされているから、株主総会決議が不要となるわけではないと考える。
- 株主総会決議が必須でない理由として、支配権争いの場面ではない、と記載すれば必要かつ十分ではないか。ブルドックスソース事件最高裁決定においても、株主平等原則違反かを判断するに際し、必要性・相当性に加えて株主総会決議が要件であるとは述べていない。最高裁は同決定において、株主総会の承認を得ていることを、必要性の判断に際して強く考慮していると理解している。その一方、相当性については、少数派の株主に不利益を課すことになっているので、多数派の株主に判断を委ねるだけでは足りず、実質的に少数株主に強い不利益を与えていないか、裁判所自身が判断するという枠組みになっている。報告書案では、株主の判断が必要性の判断のための要件ではなく、あたかも第三の要件として記載しているように受け止められかねない。必要性の判断において、株主の判断に委ねる必要がないと書けば正確かもしれないが、どうして株主に判断を委ねる必要はないかという指摘の方が重要。単に支配権争いの場面ではないため株主総会決議は必須ではない、と記載すれば十分ではないか。
- 「支配権争いの場面ではないから株主総会決議は必須ではない」と記載すると、支配権争いの場合には株主総会が必要である、と反対解釈されることを危惧している。個人的には、支配権が争われている局面であっても株主総会決議は必須ではないと考えており、実務に対して影響を与えかねない表現は避けるべきであり、資金調達の場面なので株主総会決議が不要、という流れの方がよいのではないか。

- ブドックス事件の最高裁決定は、必要性・相当性の要件を満たすために、常に株主総会決議を要求する趣旨ではないと理解している。
- 株主総会決議が必須ではないと解されるのは、ライツ・オファリングが資金調達目的で行われるため、とする意見があった。しかし、資金調達目的であったとしても、支配権争いに影響を与える新株予約権の発行はあり得る。実際に最近の下級審裁判例では、資金調達目的の発行であったとしても、本当にこのタイミングで新株発行を行う必要があるのか、かなり厳しく審査されており、そのような方向性に逆行する報告書の記述とすることは避けたほうがよいのではないかと。「今回の検討は支配権を争う局面ではないため株主総会決議は必須ではない」と記述することがよいと思う。支配権争いの場面での新株予約権無償割当てでも株主総会の決議が必須というわけではない、とする指摘は同感であり、実際にピコイ事件の東京高裁決定では、支配権が争われた局面であっても取締役会決議で差別的行使条件の付いた新株予約権の無償割当てができる余地を認めている。支配権争いの場面での新株予約権無償割当てでは株主総会の決議が必須となるという反対解釈を避けたいのであれば、報告書でピコイ事件の東京高裁決定に言及することも一案である。「資金調達目的であるため株主総会決議は必須ではない」と記載することは適切ではない。
- 株主総会決議の要否について、表現はともかく、支配権を争う局面ではないため株主総会決議が必須ではない、と私は考えている。反対解釈の懸念があるとの意見があるが、本報告書は支配権が争われている場面は対象としないことについて明記しているため、反対解釈の余地はないのではないかと。
- 株主総会決議の要否については、例えば、「本報告書の対象としているライツ・オファリングでは株主総会決議は必須ではない」などの表現が考えられるのではないかと。報告書の対象としているライツ・オファリングを想定していることを明記すれば、それ以外の実務への波及を防げる。そのような記載としない場合は、どのような場合に株主総会決議が必須ではないと考えるのかという点を詳細に説明し、他の実務への影響を防ぐ必要がある。

ライツ・オファリングとその他の資金調達方法に関する規制の比較

- 脚注9では、第三者割当増資では新株の割当てを受けない株主が経済的な補填も受けられない旨の指摘が本研究会であったことが記載してある。実際にそのような指摘があったのであれば記載してもよいが、どのような趣旨で記載しているのかははっきりしない。第三者割当増資では、時価で発行される場合に経済的不利益は生じないし、特に有利な金額で発行する場合には有利発行規制も適用されるので、経済的な補填を受けられないという評価には疑問がある。
- 脚注9のライツ・オファリングと第三者割当の比較はやや言わずもがな部分があり、第三者割当増資では、不利益を受けていないから経済的な補填も必要ない、という整理になってい

ると理解している。脚注9は不要であり、削除した方がよいのではないか。

- 脚注9の第三者割当増資とライツ・オフリングの比較については、第三者割当増資の場合には、有利な発行価格であっても、「特に有利な金額」でない限り株主総会特別決議は不要であり、そのようなバッファがあるという趣旨で記載されていると考えていた。記載を残しておいてもよいのではないか。
- 実際に委員から脚注9のような指摘があったのであれば、事実として記載してよいのではないか。必要性・相当性の内容を検討する上で、他の資金調達局面と比較することも当然あると思う。そして、ライツ・オフリングにより、特定外国株主が場合によっては事実上若干の不利益の恐れがあったとしても、第三者割当増資との比較感からすれば、なお相当性は満たされていると考えることもあり得るため、残しておくことに意味はあるのではないか。
- ライツ・オフリングが他の資金調達方法と比較した場合に株主保護の観点に資する点について、読み手にとって分かりやすくするため、脚注9のような記載があってもよいと思う。
- 第三者割当増資の場合に既存株主に経済的な損失が生じるわけではなく、「経済的な補填が受けられない」と記述するのは誤った理解に基づくものと指摘されないか。
脚注9の問題意識の背景には、第三者割当増資の際の有利発行規制による株主保護との比較を論じていると思う。有利発行規制について、例えば日証協の自主規制では、時価に対して0.9倍までの価格は有利発行規制の対象とならないという基準を置いており、裁判所もこれを尊重しているとは思いますが、その範囲内であれば必ず「特に有利な金額」に該当しないというわけではない。そのため、時価からディスカウントした発行価格での第三者割当増資を念頭に、一概に第三者割当増資と比較してライツ・オフリングが株主保護上問題ないと論じると、誤った理解であると指摘されかねない。
- 脚注9の指摘は、第三者割当増資では株主は直接的に経済的な補填を受けられないことに比べ、ライツ・オフリングでは新株予約権を市場で売却することが可能なため、第三者割当増資とは異なる、という趣旨だと理解している。そのため、例えば「“直接的に”経済的な補填も受けられないことに比べて」としてはどうか。第三者割当増資と比較した場合に、ライツ・オフリングは何でも問題ない、という趣旨ではないと思われるので、その点を踏まえて修正してはどうか。
- 脚注9の趣旨は次のとおりではないか。すなわち、公募増資や第三者割当増資は、有利発行に該当しない場合、数%のディスカウントが行われ、公募増資の場合は、証券会社に対して引受手数料も支払われる。それに対し、ライツ・オフリングの場合は、新株予約権市場において、理論価値である株式の市場価値-行使価額とほとんど変わらない市場価格での売却が可能のため、既存株主にとってほとんど経済的な不利益はない、ということではないか。

その他

- 取引所・日証協による規律付けは、実務の円滑化に繋がるものであることを期待する。「行使制限を付す新株予約権証券は上場されること」を要件とするとの話があったが、上場されるべきかは特定外国株主への対応によって分かれるところであり、必ずしも上場されなくてもよいように、使い勝手がよい形での制度整備がなされることを期待する。
- 行使制限を付す新株予約権を発行する場合は、新株予約権が上場されることを要件とする規律付けの検討の方向性の紹介があった。しかし、買収防衛策に用いる新株予約権等、上場されていない新株予約権であっても、外国株主への行使制限が付されている例はライセンス・オフアリング以外の実務で見られ、そのような場合も、経済的不利益が生じないような配慮がなされている。そのため、規律付けのあり方については、他の取引への影響にも配慮してあまり限定された形とならないよう、検討が必要ではないか。
- 脚注4では、ブルドックソース事件最高裁決定の枠組みが経営権の争いにより企業価値のき損が生じるという例外的な場面と記述しているが、同事件は経営権の争いが問題となる場面において支配権を得ようとした特定の株主を差別的に取り扱ったため厳格な判断がなされたものと理解している。内容に問題があるわけではないが、脚注4の表現では、その趣旨が明確となっていない印象を受けた。
- 株主総会決議が不要とされる説明として、資金調達目的だから、という考え方が委員から示されている。しかしながら、資金調達方法を比較した場合、公募増資、第三者割当増資、ライセンス・オフアリングには株主への影響に違いがある。すなわち、既存株主の持分比率を低下させる第三者割当増資、株主権の希釈化を伴わないライセンス・オフアリング、そしてその中間にあたる公募増資と整理できる。この特徴の違いから、海外では通常、増資に伴い株主の同意を得ずに行うことが出来る規模の上限を設けて、それ以上の規模の増資には株主の同意を求めることが、グローバル・プラクティスとなっている。例えば、公募については発行済株式総数の5～10%、ライセンス・オフアリングについては50～66%以上を発行する場合には、株主総会決議が求められる、といった具合である。個人的には、大規模なライセンス・オフアリングに株主総会決議を求める必要性があるのか、疑問もあるが。

本報告書ではないとしても、このように資金調達の方法や規模によって、株主への影響が異なることが、将来、検討されるべき。単に「資金調達目的であるため株主総会決議が不要」と記載すると、そうした議論につながらない恐れがある。その意味で、株主総会決議が不要であるのは、投資家の立場からすれば、「既存株主の権利が公平に保護されている」ためであり、そうでない場合は、何らかの形で投資家の意見を聞く場が設けられるべき、という考え方が必要ではないか。
- 報告書を英訳すると思うのだが、必要性については英訳のニュアンスに慎重な取扱いが必要。英訳の仕方によっては、外国人が読んだ時に、日本企業が外国居住の投資家を排除することを当局が正当化しているのではないかと受け止められる懸念があり、そのようなことがな

いようにしていただきたい。

- 今回の報告書は、日本企業にとって既存株主に配慮したライツ・オファリングを使いやすい制度にするという観点であり、日本企業や日本市場の方針は、フリーでグローバルでフェアな市場の整備を前進させることにあり、そのために本報告書があるという点を打ち出すべき。その中で、行使制限は外国証券規制との関係でやむをえずなされたもので、例外の取扱いである、と分かるように配慮するべき。
- 会社法制定前においても、新株引受権証書を利用したライツ・オファリングは制度上可能であったと理解しているが、当時、新株引受権証書の市場は活発ではなかった。今回は、会社法の制度により、新株予約権を利用してライツ・オファリングが実施されることになるが、新株予約権の流通がかつてと同じ状況とならないか懸念がある。新株予約権とかつての新株引受権を比較した場合、新株引受権には決済方法に不都合があったとの指摘があったが、当時、新株引受権証書の市場取引が普及しなかったことにその他の問題点はあるか。
- 当時の中間発行増資と今回検討しているライツ・オファリングを比較した場合、割り当てられる新株予約権の規模や、株主構成も異なる。これらの要素に加えて決済の問題があり、結果として、新株引受権証書が上場された場合でも、十分な上場市場が形成されなかったことが大きな要因ではなかったか。現在は、当時と比較して株主構成がかなり異なり、ライツ・オファリングで見込まれる新株予約権の発行規模や決済方法も異なるため、ライツ・オファリングは、中間発行増資と似ている仕組みではあるが、異なる証券取引と理解できるのではないか。

(以上)