

2011年11月25日

大阪証券取引所 金融商品取引法研究会

ライツ・オフアリングにかかる金融商品取引法の改正について(2)

早稲田大学 黒沼 悦郎

1 前回の補足

(1) 虚偽記載に基づく責任

新株予約権の有価証券届出書に虚偽記載があった場合の元引受金融商品取引業者の責任：

株主は新株予約権を無償で割り当てられるから、損害を被っていないのではないか？

← 株主が新株予約権を行使して新株を取得した後に有価証券届出書の虚偽記載が発覚した場合、虚偽記載を知らずに新株予約権を行使した者は損害を被っているのではないか？

検討

株価 1000 円 行使価額 500 円の新株予約権を株主に 1 対 1 の割合で無償割当

→ 株価 750 円、株主が 500 円を払い込んで新株予約権を取得

→ 虚偽記載が発覚、株価は 400 円まで下落。

株主の損害：1 株につき 350 円 (750 円 - 400 円)、2 株で合計 700 円

← 虚偽記載によって吊り上げられていた株価が虚偽記載の発覚によって本来の価格に戻ったことによって発生したもの。

◇ 新株予約権の行使前に虚偽記載が発覚し、株価が 500 円以下に下落すれば株主は新株予約権を行使しないであろうから、700 円の損害のうち新株予約権を行使したことによって生じた損害分 100 円 (500 円 - 400 円) については、新株予約権を行使した者だけが被る損害であって株主が共通して被る損害ではないように見える。

↓

株主は、本当に、新株予約権の行使によって 100 円の損害を受けたか？

もし虚偽記載が新株予約権の行使前に発覚した場合に株価がいくらに下落するか？

新株の払込後に株価が 400 円まで下落。

旧株の価値 1000 円 + 新たな払込み 500 円 = 2 株で 1500 円の価値のある株式

→ 株式の真の価値は 800 円 (400 円 × 2 株) → 株式価値の水増分 700 円

株式価値の水増し分は、新株の払込前に生じていたはず。

→ 虚偽記載が新株予約権の行使前に発覚していれば、株価は 1000 円 - 700 円 = 300 円まで下落していたはず (ライツ・オフアリングの公表後であれば 750 円から 300 円へ下落)。

虚偽記載が新株予約権の行使前に発覚し、株主が新株予約権を行使しなくても、株主は虚偽記載が新株予約権の行使後に発覚した場合と同額の 700 円の損害を被る。

株主が、虚偽記載を知らずに新株予約権を行使したことによって被ったように見える損害も、実は、元の株式の価値が真の価値に戻ったことによる損害に過ぎず、虚偽記載によって生じた損害とはいえない。

←株主は新株予約権の行使前に真実が開示されていたら、新株予約権を行使せず高値で売り抜けることができた？

→真実が開示された途端に新株予約権は無価値となり、高値で売り抜けることはできない。

←虚偽記載の発覚前に新株予約権を売却すれば株主は損失を被ることはない？

→法律上の原因のない利得を得たに過ぎない。

(2) 引受証券会社の行為規制

- ・ ライツ・オファリングの制度整備に係る内閣府令の改正案（パブリックコメント中）

コミットメントを行う引受証券会社の行為規制

金商業府令 117 条 1 項 33 号の改正案（資料 1）

引受証券会社の役職員に対し次の行為を禁止

イ) 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

ロ) 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

- ・ イ) 虚偽事実の告知： Cf. 法 38 条 1 号→ 198 条の 6 第 2 号。

金融商品取引契約の締結又はその勧誘に関し虚偽事実の告知を禁止するもの。

新株予約権の行使の勧誘はこれに該当しないため、新规定が必要に。

- ・ ロ) 断定的判断の提供の禁止： Cf. 法 38 条 2 号

金融商品取引契約の締結をする行為にのみ適用 →新规定

↓

- ・ 金融商品取引業者一般に適用される行為規制と同レベルの規制を、引受証券会社に対し

て適用するにとどまる。

引受証券会社が売残りリスクを軽減するために、新株予約権の取得者に対して予約権行使の過度の勧誘を行うおそれに特に着目した規制になっていない。

← ①引受証券会社が一般的な媒体により権利行使を促すときは、権利行使の方法、新株予約権を市場で売却することも可能であること、上場新株予約権の市場価格を知る方法を必ず記載する、②個別に投資者に対して権利行使を促すときは、新株予約権の市場価格を告げる、市場で売却する方が有利な時期には権利行使の勧誘をしてはならない等の踏み込んだ規制を置くべきではなかったか。

・コミットメント型ライツ・オファリングの引受金融商品取引業者等のみを名宛人とする。

← 新株予約権の行使の勧誘に際して、虚偽の事実を告げないことや断定的判断を提供しないことは当たり前のこと。

→ 引受人以外の金融商品取引業者等にも妥当する。

法 38 条 1 号及び 2 号を改正すべきではなかったか。

2 公開買付規制の適用範囲の見直し

(1) 問題の所在

現行規制： 新株予約権の取得を「買付け等」ととらえ、これにより株券等所有割合が 3 分の 1 を超える場合には、公開買付規制が適用される (27 条の 2 第 1 項)。

新株予約権の行使により行う株券等の買付け等：「買付け等」から除外 (同項但書)

株券等所有割合の計算：第三者の新株予約権は分母に不算入 (27 条の 2 第 8 項 1 号)

↓

コミットメント型ライツ・オファリング：新株予約権は最終的にすべて行使される。

・新株予約権が割り当てられた段階で株券等所有割合がいったん上昇し、当該株主が自己の新株予約権のみを行使する場合には、その者の株券等所有割合は新株予約権無償割当がなされる前の割合に戻る。

：当初株券等所有割合 30%の株主 → 割当の直後 46%

(2) 改正法の内容

最終的に必ず株券等所有割合が戻るのに、一時的に 3 分の 1 を超えることから公開買付規制が発動されるのは不合理。

→ コミットメント型ライツ・オファリングの場面においては、新株予約権の取得時ではなく、その行使時を基準に株券等所有割合を判定して公開買付規制を適用する。

イ) 新株予約権の行使時に公開買付規制を適用する。

法 27 条の 2 第 1 項但書：新株予約権の行使による株券等の買付けを適用除外

→ 適用除外の範囲から内閣府令で定める新株予約権を除外

①買付け者が会社法 277 条の新株予約権無償割当で取得したものであること、②新株予約権の発行から権利行使期間の末日までが 2 か月を超えないこと、③新株予約権の募集に際し、金融商品取引業者が行使されなかった新株予約権を取得して自己又は第三者が行使することを契約していることのすべてに該当する場合（他社株府令 2 条の 2 の 2）。

ロ) 新株予約権の割当時に公開買付規制を適用しない。

法 27 条の 2 第 8 項に基づいて買付け者の株券等所有割合の計算を定める内閣府令上、分母に加算される新株予約権にかかる議決権の数をゼロにする（他社株府令 8 条 3 項 1 号）。

・ 大量保有報告：新株予約権の無償割当によって 5 %ルールをトリガーしないようにする（大量保有府令 5 条 1 項 1 号）。

・ 証券会社の特例

引受けによって取得した有価証券は払込期日の翌日まで公開買付規制の株券等所有割合、大量保有報告の株券等保有割合の対象から除外する（他社株府令 7 条 1 項 2 号、大量保有府令 4 条 2 号）。

↓

コミットメント型ライツ・オファリングにおいては、証券会社が新株予約権を行使して株式を取得するのに時間がかかる。→特例期間の延長

↓

・ 公開買付規制

証券会社が引受人として取得した新株予約権と当該新株予約権を行使して取得した株式について、新株予約権の取得日から 60 日を経過するまで、株券等所有割合の計算から除外する（他社株府令 7 条 1 項 2 号改正案）。

・ 大量保有報告

新株予約権の取得日から 5 営業日を経過するまで、株券等保有割合の計算から除外する（大量保有府令 4 条 2 号改正案）。

(3) 若干の検討

① 公開買付規制との関係

・ ノン・コミットメント型：従来どおり、新株予約権の取得時にカウントする。

← 公開買付規制の潜脱に用いられないようにするため？

どういふ事態が生じるか

- ・ 30%の所有者が自動的に 46%になってしまう。
- ・ 市場外における有価証券の買付けができなくなる。
- ・ 新株予約権の無償割当前 3 か月以内に、買付者が市場外で 5%超を取得し、新株予約権の新規発行取得により株券等所有割合が 3 分の 1 を超える場合には、急速な買付けの規制（法 27 条の 2 第 1 項 4 号）が適用されるのでは？

← ノン・コミットメント型のライツ・オファリングについても新株予約権の取得時ではなく行使時を基準に、株券等所有割合が増加するとすべきであったのでは？

→ ノン・コミットメント型のライツ・オファリングでは、いったん上昇したある株主の株券等所有割合が元に戻らないこともある。

← 無償割当による新株予約権の取得は投資者の意思による行為といえない点でコミットメント型もノン・コミットメント型も同じではないか？

② 大量保有報告との関係

- ・ 新株予約権のような潜在的な株式の保有者の情報も投資者にとって有用
 - 新株予約権の保有も株券等保有割合に含めるといふ原則を維持しつつ、コミットメント型ライツ・オファリングについてのみ特例を認めたことは妥当。
- 新株予約権の無償割当により一時的に 5%を超えた場合に一律にこれを適用する方が、理論上はすっきりする。But 大株主が大量保有報告書提出のコストを負担→ 発行者のライツ・オファリングを抑制するおそれがある。

③ 引受証券会社の特例

- ・ 上記特例の適用なし（∵新株予約権の無償割当を受けない）。

・ 公開買付規制との関係

引受けにかかる新株予約権を行使して株式を取得するまで株券等所有割合の算定の基礎に入れないというやり方も可能であった。

- ・ 府令の改正案：売れ残りの新株予約権を発行者から取得してから一定の期間を経過するまでは算定の基礎に入れない。

一定の期間：60 日

起算点：「当該行使しない新株予約権に係る新株予約権証券を取得した日」？

Cf. 「新株予約権の発行から権利行使期間の末日までが 2 ヶ月を超えないこと」？

Cf. 法 27 条の 2 第 1 項 2 号「著しく少数の者からの株券等の買付け等」

60 日間 10 人以下

← コミットメント型ライツ・オフリングの期間は 2 ヶ月を超えることはないという認識を前提として、新株予約権の発行から 60 日を経過するまで算入しないというのなら分かる。売れ残りの新株予約権を発行者から取得してから 60 日は新株予約権としても株式としてもカウントしないというのは、不算入期間が長すぎないか？

・ 大量保有報告との関係

不算入期間：新株予約権の取得日から 5 営業日

→ 売れ残りの新株予約権を引受証券会社が取得してから速やかに払い込みが行われて新株が発行される。

3 インサイダー取引規制の見直し

(1) 改正法の内容

現行制度：新株予約権無償割当に関する決定は、重要事実として列挙されていない。

← 新株予約権の無償割当は株式発行による資金調達の一方法として募集株式の発行に関する決定（166 条 2 項 1 号イ）に包含される？

・ 新株予約権無償割当に関する決定は、発行者による資金調達にかかる決定として投資者の投資判断に重要な影響を及ぼす事実

→ 新株予約権無償割当に関する決定を重要事実とし（法 166 条 2 項 1 号ホ）、内閣府令で軽微基準を定める。

・ 軽微基準（取引規制府令 49 条改正案）

新株予約権の行使時の払込金額の総額が 1 億円未満と見込まれること、かつ、1 株に対し割り当てる新株予約権の目的である株式の数が 0.1 未満であること。

・ 適用除外

新株予約権の発行後、発行者が新株予約権を取得し、引受証券会社に売却する。

→ 発行者が重要事実を知る前に決定し、公表済みのコミットメント型ライツ・オフリングの計画に基づいて、未行使分の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引受証券会社に売却する場合（取引規制府令 59 条 1 項 13 号、取引規制府令 63 条 1 項 13 号）。

(2) 若干の検討

① 軽微基準

払込金額の総額 1 億円：有価証券届出書の提出要件

「見込まれる」：新株予約権がすべて行使された場合

1 株に対する新株式の数が 0.1 未満であること：株式無償割当、株式分割

← 株式無償割当や株式分割は資金調達的手段ではない。

ライツ・オファリングは基本的に既存の株主の持株比率に影響を与えない。

→ 新株予約権無償割当の払込金額が総額 1 億円未満であっても割当比率が 0.1 以上であればインサイダー取引の重要事実該当する。

← 払込総額 1 億円未満の新株予約権無償割当など、まず考えられないのでは？

← ライツ・オファリングについては割当比率 0.1 未満のみを用いることにこそ、意味が認められるのでは？

(∵ 企業規模に対する調達資金の大きさを表す)

② 適用除外

・計画に基づく新株予約権や株式の売買は重要事実を知ったことと無関係に行われる。

→ 適用除外は合理的

・コミットメント型では、発行者は有価証券の売買の帰属主体として利益を享受することができない。

← 発行者と引受証券会社との間の新株予約権のやり取りは発行者の資金調達の過程で行われる行為であり、資金調達の場面では発行者と投資者とが取引関係に立つため、すべての重要な事実が開示されるという建前が取られているのではなかったか？

コミットメント型ライツ・オファリングでは、有価証券届出書の提出から引受証券会社による株式の取得までの間が比較的長く、すべての重要な事実が有価証券届出書で開示されるという建前を貫くことができないのであれば、これをインサイダー取引規制の適用対象として、発行者の重要な事実の開示を求めるというやり方もあり得た。

・取得又は売付けをすべき期限の 10 日前から期限までの取引：適用除外

→ 取得期間を 10 日より長期にならないよう定めさせる。

4 特定の株主の権利行使の制限と株主平等原則

(1) 問題の所在

株主に一定割合、アメリカ居住の者がいる場合

- アメリカの投資者にも株式取得の勧誘を行っている → 公募 (public offering)
- 継続開示義務

SEC 適用除外規定 (33 年法規則 801 条 資料 2)

・アメリカ居住の投資者がライツ・オファリングに参加できるようにする。

- ①ライツ・オファリングの対象となっている証券についてのアメリカの保有者の割合が 10%未満であること、
 - ②発行者が、アメリカの保有者がライツ・オファリングに参加することを、対象証券の他の保有者に対するのと少なくとも同等の条件で認めること、
 - ③発行者がライツ・オファリングに関して公表し、または証券保有者に交付した文書があるときは、当該文書を FormCB に従い英語で SEC に提出する等。
- 33 年証券法 5 条の登録を免れることができる。

①の要件を充たしていることを発行者が確認するのが難しい。

アメリカ株主による新株予約権の行使を制限する。

- 株主平等原則に抵触しないか

・ EU の例

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見られる。

① F S A の上場規則 (資料 3)

持分証券を発行する上場会社は、まず既存の株主に対して持株数に応じて持分証券の取得を勧誘しなければならない (規則 9.3.11)。

発行者が、他の領域の法律または規制上の要件を考慮して、募集から除外することが必要又は適当であると考える株主に引受権を与えずにライツ・イシューを行う場合には、これを適用しない (規則 9.3.12(2)(b))。

② 判例 Mutual Life Insurance Co of New York v. The Rank Organisation Ltd ([1985] BCLC 11)

SEC 登録を避けるために、R 社がアメリカとカナダの株主を除外して「株主優先募入」により新株を発行した。アメリカの実質的株主が、北アメリカの株主を除外した取締役の行為が、株主平等取扱いを定める定款規定に違反するとして、R 社らに対し損害賠償を求めた。

判旨 : R 社の取締役は株式の配分に当たり、会社の利益を考慮して誠実にその権限を行使しており、アメリカとカナダの株主は、募集からの除外により、株式や株式に付された権利

自体が害されていない以上、不公正に扱われたとはいえない。

② ドイツ

判例上、株主平等原則、1979年の改正株式法 53a 条

「株主は、同一の条件の下においては、同一に取り扱われなければならない」

判例：株主の新株引受権を排除した上での増資について、新株引受権の排除が、①会社の利益に資すること、②会社の利益の増大という目的にとって必要であること、および③新株引受権を排除される株主と相当性を欠く関係にないこと、という実質的条件を充足しなければならない（BGHZ71, 40, 高橋英治「ドイツにおける株主平等原則」民商法雑誌 138 巻 2 号 88 頁）。

(2) 報告書の内容（資料 4）

Cf. 議事を踏まえた解説（商事法務 1944 号 30 頁）

① ブルドックスソース事件最高裁決定（最決平成 19・8・7 民集 61 巻 5 号 2215 頁）との関係

特定の株主による経営支配権の取得に伴い、企業価値が毀損され、会社の利益ひいては株主共同の利益が害されることになるような場合には、新株予約権無償割当において当該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かぎり、直ちに株主平等原則の趣旨に反するわけではない。

→ ブルドックスソース事件決定は、会社の支配権が争われている場面を前提とするものであり、支配権の争いがない場面においても直接適用されるものかは明らかでないが、その背後にある必要性（特定の株主を区別して取り扱う客観的・合理的な必要性）と相当性（区別して取り扱われる株主の不利益が補われる状況にあること）という枠組みは、一般に利用できる。ライツ・オファリングにおいても、これを円滑に実施できるようにする必要性があり、かつ、権利行使を制限される特定の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に抵触しないと解釈することができる（報告書 4 頁）。

・必要性の要件

特定の外国に居住する株主（以下、特定外国株主という）が一定数いる場合

→ 外国において証券の登録をし、発行者が継続開示義務を負担するというのは、ライツ・オファリングを不可能にするほどの障害

→ 特定の株主の権利行使を制限することの必要性が認められる。

Cf. 会社の支配権が争われている場面は対象としない（報告書 2 頁）。

② 相当性の要件

結論

- ・ ライツ・オファリングに係る新株予約がわ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、他の株主と比べても経済的な不利益を受けない。
- ・ 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である（報告書 5 頁）。
 - これらの条件が満たされる場合には相当性の要件も充足される。

議論の状況

イ) 権利行使が制限される特定外国株主に対しては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必要はないか。

← 新株予約権の市場価格が理論価格と比べてディスカウントした価格となる。

→ 権利行使を制限される者からのみ取得するというスキームは実現が難しい。

← (私見) 新株予約権を取得請求権付とし、取得請求権の行使条件として特定外国株主であることを定め、請求者に特定外国株主であることを証する書面を提出させれば、実務的に可能ではないか？

ただし、(a) 特定外国株主に対する逆差別となるため、スキーム全体が株主平等原則の趣旨に反すると評価されるおそれがある。

(b) 特定外国株主が市場で新株予約権を買い集めて取得請求権を行使するという鞘取り行動をとる結果、新株予約権を行使する者がいなくなり、資金調達が失敗するおそれがある。

ロ) 特定外国株主の持株割合が特に高い場合には、市場において新株予約権の流動性が十分に確保できないおそれがあり、相当性の要件を満たさないと解すべきか。

← 特定外国株主の持株割合が特に高い場合には一律にライツ・オファリングを認めない？

→ ・ 流動性の十分な確保が見込めない場合には「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」にないとしてライツ・オファリングは認められない。

・ 特定外国株主のうち特定の者の持分割合が特に高い場合には、その者の権利行使を排除すると、その者の持分割合が特に低下するので、「発行会社の支配権を争う場面」に該当するとしてライツ・オファリングが認められない。

ハ) 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が満たされ、持分割合を維持するために「特定外国株主がわが国の市場で株式を購入することができる状況」が必要であるとする必要はないのではないか。

← 既存株主の持分割合の維持という点も考慮してあえてライツ・オファリングによって資金調達を行うのであるから、相当性の観点として持分割合の維持への配慮も求められる。

④ 株主総会決議の要否

・ EU諸国：外国株主を排除するために株主総会の決議を行っている。

特定外国株主をライツ・オファリングから排除するために株主総会決議を要するか。

結論 本報告書が対象とするライツ・オファリングの局面は、株主に判断を委ねる必要があるものではないと評価できることから、株主総会の決議によって株主の意思を確認することは必須ではない（報告書 5 頁）。

← (a) わが国では募集株式の発行は基本的に取締役会の決議事項とされている。
(b) 支配権の争いがある場合には、取締役会と株主の利害が対立するので株主の意思を確認することが重要になるが、報告書は支配権の争いがある場合を対象としていない。

ブルドックスソース事件決定との関係

(a) ブルドックスソース事件決定は、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であり、外国の証券規制に基づき登録を行うための費用等の負担が株主共同の利益に反することが客観的に明らかであれば、株主の意思を確認するまでもない。

(b) 取締役会決議による差別的行使条件付新株予約権の無償割当が行われたピコイ事件の東京高裁決定（東京高決平成 20・5・12 金判 1298 号 46 頁）は、ブルドックスソース事件決定と同じ枠組みで必要性・相当性の検討を行っており、ブルドックスソース事件決定の枠組みを前提としても株主の意思を確認することが必要となるわけではない。

定款規定の要否

・ 権利行使の制限を設けることについて取締役会に授權することをあらかじめ定款に定めておけば、株主総会の決議がなくても権利行使の制限が株主平等原則に抵触する可能性が低くなるのではないか。

- ← 株主平等原則の要請を強く捉えるときは、その例外を認めるには本来は全員一致が必要。定款規定による例外を認めるのであれば、上場前にそのような定款規定を置くことが望まれる。上場後の定款変更では平等原則への抵触を回避する効果は低い。
- ← 定款規定を置くことをライツ・オファリングを適法に行う加点要素にとどめるとしても、定款規定を持たない発行者がライツ・オファリングを行うことを事実上、極めて困難にする。

(3) 報告書の意義

- ・ 特定外国株主による権利行使の制限は、会社の支配権に争いがなく、新株予約権が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、株主平等原則及びその趣旨に抵触しない。
- ・ 株主平等原則についての解釈を示すことによって、わが国の上場会社によるライツ・オファリングが行われるよう促す。裁判所の解釈を拘束するものではない。
- ・ 権利行使を制限される特定外国株主の範囲
 - ① 特定の外国に居住する株主すべて
 - ② 当該外国に居住する株主のうち一定の要件を満たす者
 - ← レギュレーション D、規則 144A
機関投資家による権利行使を制限しない。
- ・ 報告書は権利行使の制限の方法
特定外国株主でないことを権利行使の条件として定めるのが最も簡明か？
- ・ 上場規則・証券業協会規則の整備（報告書 6 頁）
 - 金融商品取引所の上場規則：上場会社が株主平等原則に反して行動しないよう確保するための規制（新株予約権の上場を求める等）
ライツ・オファリングに際してのタイムリー・ディスクロージャー規制
 - 日本証券業協会の自主規制規則：ライツ・オファリングに際して支配権の争いがなく、株式の流動性が確保されていることを、引受審査の審査項目として定める。