

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 ～

1. はじめに

ライツ・オファリングは、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。このような意見を背景として、既存株主への影響が大きい大規模な資金調達局面を中心に、ライツ・オファリングが公募増資・第三者割当増資と並ぶ企業の資金調達の現実的な選択肢となるよう、制度を整備することが望まれる。

「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日公表)では、ライツ・オファリングにおける外国の証券規制への対応に関して以下の指摘がなされていたところである。

「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・オファ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。」

当研究会では、外国の証券規制の過度の適用を回避することにより、我が国におけるライツ・オフリングの利用の円滑化を図るため、我が国の上場会社によるライツ・オフリングにおいて、全株主に対して新株予約権を割り当てた上で、特定の外国¹(以下「特定外国」)に居住する株主²(以下「特定外国株主」)による新株予約権の行使を制限すること(以下「本件行使制限」)と株主平等原則との関係について整理することを目的として検討を行った。

本報告書は、当研究会における検討結果をとりまとめたものである。なお、本報告書は資金調達のためにライツ・オフリングを実施する場合を対象として整理を行うものであり、発行会社の支配権が争われている場面でライツ・オフリングが実施される場合については対象としない。また、後述のとおり、ライツ・オフリングに係る新株予約権の流動性を確保するために、かかる新株予約権が我が国の金融商品取引所に上場される場合を対象とする。

2. 本件行使制限と株主平等原則

(1) 論点の所在

我が国においてライツ・オフリングを実施する場合には、会社法第277条に基づく新株予約権無償割当てにより、株主に対して新株予約権を割り当てることが想定されている。

会社法第109条第1項は、「株式会社は、株主を、その有する株式の内容及び数に応じて、平等に取り扱わなければならない」という「株主平

¹ 国によっては州などの単位ごとに法域が異なる場合があるが、そのような場合における法域を含むものとする。

² 当研究会での討議における証券会社のプレゼンテーションにおいて、欧州等の実務では、特定の外国に居住する株主の全員についてライツの行使を制限するのではなく、当該外国の証券規制に抵触しない範囲でこれらの株主のうち一定の要件を満たす者に限ってライツの行使を許容する事例があるとの説明があった。

等原則」を規定している。新株予約権は株式ではないから、その権利内容につき株式のような厳格な「平等の原則」は存在せず、従って行使の条件に関して新株予約権者を差別的に取り扱うことが当然に違法というわけではないと解されている。他方、会社法第278条第2項が、株主に割り当てる新株予約権の内容及び数又はその算定方法についての定めは、株主の有する株式の数に応じて新株予約権を割り当てることを内容とするものでなければならないと規定していることなどを踏まえて、判例上、新株予約権無償割当ての場合には、株主平等原則の趣旨が及ぶとされている（最決平成19年8月7日民集61巻5号2215頁参照）。

そのため、ライツ・オフリングにおいて本件行使制限を付すことについて、特定外国株主を平等に取り扱わないものとして株主平等原則（及びその趣旨）に抵触するものではないと解釈するために、いかなる要素を考慮することが必要かが論点となる。

(2) 検討

会社の支配権が争われている場面で差別的行使条件を内容とする新株予約権の無償割当てを行ったことが争われた事案において、判例上、特定の株主による経営支配権の取得に伴い、会社の企業価値がき損され、会社の利益ひいては株主の共同の利益が害されることになるような場合には、その防止のために新株予約権無償割当て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限り、直ちに株主平等原則の趣旨に反するわけではないと解されている（前掲最決平成19年8月7日）。

上記判例は、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直接適用されるものかは明らかではない。しかしながら、上記判例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）³と相当性（区別して取り扱われる

³ 最決の事案については、「特定の株主による経営支配権の取得に伴い、会社の企業価値がき損され、会社の利益ひいては株主の共同の利益が害されることになる」ことを回避するため、特定の株主を区別して取り扱うべき状況にあると評価することができる。なお、当研究会の討議においては、支配権の争いの場面である最決の事案に比べて、支配権の争いのない場面でのライツ・オフリングにおける本件行使制限については、求められる必要性の水準を相対的に緩やかに解してよいとの指摘があった。

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、新株予約権者の一定の属性を基準として行使に制限を付した新株予約権の無償割当てと株主平等原則との関係を検討する上で、一般に利用できるものと考えられる。この判例の枠組みも踏まえて、ライツ・オファリングにおける本件行使制限については、資金調達手段としてライツ・オファリングを円滑に実施できるようにするための必要性があり、かつ、権利行使を制限される特定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(及びその趣旨)に抵触しないと解釈することができると考えられる。そのような解釈を行うためには、次の要素を考慮することが必要と考えられる⁴。

① 資金調達手段として利用するための必要性

資金調達の実施及びその方法は基本的に会社の経営判断に委ねられる事項であり、大規模な資金調達の局面を中心に、既存株主の公平な取扱い等に配慮して、会社が資金調達的手段としてライツ・オファリングの利用を選択する場面があると考えられる。そして、本件行使制限なしにライツ・オファリングを実施すると、特定外国の当局に対する登録等の手続を行わない場合には当該特定外国の規制に抵触するおそれが生じる一方で⁵、これらの手続を履行するためには事務・コスト負担を要し、円滑な資金調達に支障を来す場合⁶がありうる⁷。このような場合に

⁴ 当研究会の討議においては、上記判例の枠組みはあくまでも経営権の争いがあるという例外的な場面において特定の株主を差別的に取り扱うことを対象としたものであり、支配権の争いのない場面でのライツ・オファリングにおける本件行使制限については、上記判例のように厳格に解釈をする必要はなく、特定外国株主を区別して取り扱うことに合理性が認められれば、株主平等原則に抵触しないと解釈することが可能であるとの指摘もあった。

⁵ 欧州等では、一定の国に居住する株主による権利行使を制限することにより、当該国における登録等の手続を回避する事例があることが指摘されている。国ごとに会社法制が異なることは勘案しなくてはならないものの、欧州等の実務において同様の枠組みが利用されていることは、本件行使制限のような取扱いが、特定外国の証券規制の過度の適用を回避するための手段として、一定の合理性を有することを示すものと評価することもできる。

なお、当研究会での討議における証券会社のプレゼンテーションにおいて、外国居住株主の取扱いについて、欧州等ではライツ固有の条件として定めるのではなく、ライツ・オファリングにおける制約条件として目論見書に記載し(オファリング及び権利行使の対象となる地域を明確にした上で、対象外地域はオファリング及び権利行使の対象外である旨を記載する)、手当てをすることが一般的であるとの説明があった。

⁶ 当研究会での討議においては、これらの手続の準備のために要する事務作業の如何によっては時間及びコスト負担等の面から、ライツ・オファリングが資金調達手段として現実的な選択肢とはならない事

は、企業がライツ・オファリングによって資金調達を行うために、本件行使制限を利用する必要性が生じる。

② 特定外国株主の利益との関係での相当性

ライツ・オファリングに係る新株予約権が我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、株価より低い行使価格で株式を取得することができる他の株主と比べても、経済的な不利益を受けることはないといえる。また、特定外国株主が我が国の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⁸が可能である⁹。

なお、当研究会での討議において、本件行使制限が株主平等原則（及びその趣旨）に抵触しないと解釈するために、株主総会の承認決議が必要とならないかについて議論を行った。この点、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、ライツ・オファリングにおける本件行使制限について、株主総会の決議によって株主の意思を確認していることは必須ではないと解釈することができる等の指摘がなされ、このような考え方に異論は見られなかった。

例も生じうるとの指摘があった。

⁷ 当研究会での討議においては、特定外国の規制に要する事務・コスト負担を回避することは、特定外国株主を含む会社の株主の共同の利益につながりうることになるとの指摘があった。

⁸ 当研究会での討議においては、会社法上、授権資本制度（授権株式制度）がとられており、公開会社については、機動的な資金調達の観点から、発行可能株式総数の枠内では、原則として株主総会の決議を要することなく取締役会の決議等により公募・第三者割当ての方法による資金調達を決定することができるため（会社法201条1項）、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障されておらず、株主平等原則について経済的な利益の確保を中心に議論することが可能であるという指摘があった。

⁹ 当研究会での討議においては、現行法の下で第三者割当て増資が実施される場合には、新株の割当てを受けない株主が持分の希釈化の不利益を受けることに比べて、ライツ・オファリングの場合には特定外国株主が持分の希釈化の不利益を受けるとしても経済的利益の回収が可能となることを踏まえて、第三者割当て増資のような他の資金調達方法における株主保護との比較の観点から、本件行使制限を適法と考えることができるとの指摘もあった。

3. おわりに

以上、当研究会では、本件行使制限と株主平等原則の関係について検討を行い、本件行使制限が株主平等原則(及びその趣旨)に抵触するものではないと解釈するための考慮要素について整理を行った。関係者において、本報告書の内容を踏まえてライツ・オフリングの実務の円滑化が図られることが期待される。

また、今後、ライツ・オフリングの実務の円滑化・公正化や市場における新株予約権の流動性の確保を図るため、日本証券業協会の「第三者割当増資の取扱いに関する指針」において有利発行規制を踏まえた、時価発行増資に関する規律が定められている等の例にならい、金融商品取引所の上場規則や日本証券業協会の自主規制規則等によって規律が整備され、本報告書の趣旨が更に明確化されることが期待される。