

大証金融商品取引法研究会

引受ビジネスに関する最近の動向について

平成 22 年 10 月 22 日（金） 15:00～17:00 大阪証券取引所 5 階取締役会会議室にて

出席者（五十音順）

加藤 貴仁 東京大学大学院法学政治学研究科准教授

川口 恭弘 同志社大学大学院司法研究科・法学部教授

岸田 雅雄 早稲田大学大学院ファイナンス研究科教授

黒沼 悦郎 早稲田大学大学院法務研究科教授

前田 雅弘 京都大学大学院法学研究科教授

松尾 健一 同志社大学法学部准教授

森田 章 同志社大学大学院司法研究科・法学部教授

森本 滋 同志社大学大学院司法研究科教授

山田 剛司 野村證券株式会社 キャピタル・マーケット部 企画課課長

藤倉 基晴 株式会社大阪証券取引所副社長執行役員

○岸田　それでは、時間が参りましたので、大証金融商品取引法研究会を始めます。

　　本日は、野村証券株式会社キャピタル・マーケット部企画課の山田課長から、「引受ビジネスに関する最近の動向について」、ご報告いただきます。

　　それでは、山田さん、よろしくお願いいたします。

~~~~~

【報　告】

## 引受ビジネスに関する最近の動向について

野村証券株式会社　キャピタル・マーケット部

企画課課長　　山　田　剛　司

　　ただいまご紹介にあずかりました野村証券の山田でございます。本日はよろしくお願いいたします。

　　本日、引受ビジネスに関する最近の動向ということで、最近話題になっておりますライツ・イシューのお話、あと時間に応じて、反社会的勢力排除、不公正ファイナンス、こういったところをテーマにお話しをさせていただければと思っております。

　　まず、私どものキャピタル・マーケット部の業務のことをお伝えしておきますと、事業法人であったり、あと財投機関、こういったところのエクイティ・ファイナンス、デットファイナンスの引受けを行う部署ということで、本日、このテーマでお話しすることについてご依頼をいただきました。

　　特にきょうのテーマの中のライツ・イシューにつきましては、我々も今後実現に向けて証券会社としてどういうことができるのかというのを今検討しておるわけですが、この機会をおかりして皆様といろいろと意見交換ができればと思っておりますので、よろしくお願いいたします。

　　それでは、話に入らせていただきます。

### 1. ライツ・イシューについて

#### (1) ライツ・イシューの概要

## 日本版ライツ・イシューについて

このお話の前に、ヨーロッパ諸国のライツ・イシューについて簡単に触れさせていただきます。皆様は既にご存じのとおり、既存株主については、優先的な新株引受権といったものが英国では保障されているということを含めて、ヨーロッパ諸国では金融機関を初めとして一般的に使用されている増資法というのがライツ・イシュー、ライツ・オファリングということになるかと思えます。

その流れとしましては、既存株主に新株の引受権（ライツ）を無償で付与し、権利行使をした株主は新株を取得して、権利行使をせずにライツを市場売却した株主は経済的価値を享受する。証券会社が未行使分の権利を引き受けて権利行使をする。最終的にすべての権利が行使されることによって発行会社の資金調達が実現するというのが、ヨーロッパで一般的に行われているライツ・イシューということになるかと思えます。

日本においては、近年は、取締役会決議による大規模な第三者割当増資、こういったものであったりとか、近年の金融機関、事業会社によりますいわゆる増資、資金調達ラッシュによって既存株主の権利の大幅な希釈化というものが非常に話題になる中で、ライツ・イシューによる増資手法というものが注目されているところかと認識しております。

ライツ・イシューの手法としましては、いわゆる株主割当増資ということで、株主に株式の割当てを受ける権利（会社法202条）を与える方法ということもございますが、この場合、権利の譲渡ができないということで、払い込みしない場合は失権する。払い込みするか、失権するか、これしか選択肢がないということになっています。そういうことで現在考えられていますのが、会社法277条の新株予約権の無償割当てということになるかと思えます。

基準日時点の株主に対して株主の持分割合に応じた個数の新株予約権（ライツ）を無償で割り当てる、株主もしくは予約権を買った投資家が新株予約権を行使して新株を取得する、発行会社が資本増強するというのが、一般的な流れになるかと思えます。

今後、日本版ライツ・イシューということで実現していくに当たっては、次の①～③を検討しています。

①新株予約権の上場については、既に上場している事例も出ています。株主は、市場売却によって新株予約権の現金化を選択することが可能となります。これによって、既存株主以外の投資家が新株予約権を購入して権利行使をするという投資機会を与えることにもなるかと思えます。

②失念等への配慮ですが、取得条項付きの新株予約権にするということで、行使・売却を失念した株主に対応する。

③未行使分のコミットメントといいますのは、欧州と同じように、取得条項を発行会社が行使して取得した新株予約権を証券会社が引き受けます。引き受けた新株予約権を行使して、証券会社はもちろんその後市場で売却するなどの行動をとるのですが、証券会社が行使した時点で発行会社が資金調達を実現するということになります。

これが日本版ライツ・イシューの最終的な形ということで現在検討されているものになるかと思えます。

まずは、既存株主に新株予約権を無償で割り当てる。株主は、市場で売却するのか、増資に応じる場合は発行会社に払い込む。増資に応じない株主、もしくは市場で新株予約権を購入した投資家についても、増資に応じない場合は取得条項が発行会社によって行使されることによって、現金化も可能ということになるかと思えます。行使されなかった、発行会社が取得条項によって買い取った予約権は、証券会社が引き受けて権利行使を行うというのがスキームです。

### ライツ・イシューのメリット

まず、発行会社の視点から見たメリットを考えています。

#### ① 既存株主からの理解を得られやすい可能性

既存株主は、新株予約権を行使することによって持分の比率を維持することが可能となります。権利行使をして持分の比率を維持するのか、それとも権利を譲渡して持分の低下を受け入れるか、こういった選択権が既存株主に与えられていることになるかと思えます。既存株主に対して資本構成が変わるプロセスに参画する機会を与えることによって、株主・投資家の理解が得られやすい可能性が考えられます。

特に最近の公募増資の事例でたまに耳にするのですが、ライツ・イシューが一般的に行われているヨーロッパの機関投資家などから発行会社に対して、どうしてライツ・イシューじゃないのかといった意見が寄せられるといったケースも最近は聞かれています。

#### ② 資金調達の確実性が高まる

これは、証券会社が失権分をコミットする、取得条項付きの新株予約権として証券会社が予約権を買い受けて行使ということが前提になるかと思えます。コミットメント型のライツ・イシューといわれるもの場合は、最終的には、証券会社等の金融機関が行

使されなかった新株予約権を譲り受けて、その新株予約権すべての行使が見込まれるということになるかと思えます。したがって、割当決議日時点で発行される株数ですとか資金調達額、こういったもののすべてが確定するということになります。

#### ③ 時価総額対比で大規模な調達であっても検討が可能

権利行使価格の絶対水準が時価よりも低額で設定されますので、既存株主に加えて新規の投資家が新株予約権を取得して行使することを検討することも、もちろん考えられます。

#### ④ 安定株主比率の維持が可能

親会社ですとかオーナー、取引先、こういった主要な株主がいる場合には、その株主が新株予約権を行使して追加出資することが見込まれる場合は、安定株主比率の維持というものも可能になるかと思えます。

こういった点を勘案しますと、大規模な資金調達が必要な際に、既存株主に配慮しながらエクイティ・ファイナンスを行うスキームということも言えるかと思えます。

### ライツ・イシューの基本的な考え方

新株予約権の割当てを受けました既存株主における経済効果——これはあくまでも理論上のものということにはなりますが——を考察しました。簡単な参考例を使って考えておきます。

まず、決議時での株価が1,000円で、発行済み株式数が1億株ということで考えますと、決議日時点の時価総額は1,000億円。ライツ・イシューの発行に当たっては、資本調達額が500億円、時価総額の半分、割当比率は1対1、つまり保有株式1株に対して1株分の新株予約権の割当てが行われるケース。権利行使価格は時価の半分の500円ということで考えます。株価の理論価格の算出方法ということで計算式が右の図に書いてございまして、これを踏まえて計算した株式の理論価格がライツ・イシュー発行後750円になります。株式の理論価格が750円、権利行使価格が500円ということで考えますと、新株予約権の理論価格は750円マイナス500円で250円ということになるかと思えます。

これを前提としまして、ライツ・イシューで新株予約権の割当てを受けた株主の経済効果について考えますと、理論的にはプラスマイナス・ゼロということになるかと思えます。まず、権利を行使した株主は、保有している株式が1,000円から750円に値下がりしますので、250円のマイナスとなりますけれども、権利行使価格500円を払い

込むことによって750円の株式を取得することができますので、250円プラスになって、差し引きゼロ。権利行使をせずに新株予約権を売却した株主は、保有している株式が1,000円から750円に値下がりしますので、250円のマイナスとなります。ただし、無償で割り当てられた新株予約権を250円で市場で売却するので、250円のプラスとなって差し引きゼロというのが、理論的な株主にとっての経済効果ということになります。

もちろん、その期間中に株価が一定の価格であるということはありませんので、株価の変動ということもございます。これが、いわゆるライツ・イシューにおける株価変動リスクということになるかと思えます。

### ライツ・イシューのファイナンス・スケジュール

具体的なファイナンスのスケジュールを見るのに先立ちまして、まず、ライツ・イシューのファイナンス日程に関する各関係機関における法令や規則の改正状況をまず確認しております。

今年の2月26日、金融庁が企業内容等の開示に関する内閣府令の改正案を公表して、パブリック・コメントの受付に付しています。その結果を受けて、今年の4月23日から施行されている状況でございます。

その改正内容としましては、会社法第277条に規定する新株予約権無償割当てによって割り当てられる新株予約権につきまして、その新株予約権はもちろん取引所金融商品市場に上場され、売買が可能となる場合には、新株予約権の株主割当てに係る有価証券届出書の提出、これが従来は25日前までに出さなきゃいけないとされていたものが、通常の有価証券届出書と同様に15日前に変更されています。もう一点は、目論見書の交付のタイミングについて明確化されました。新株予約権の目論見書の交付のタイミングとしては、無償割当てを受ける株主が会社法279条2項の規定による割当通知を受領した日に新株予約権証券の取得が行われるものとして、あらかじめまたは同時に目論見書を交付しなければならないとされています。

証券保管振替機構も、株式等の振り替えに関する業務規定の改正が今年の6月21日付で行われています。これは、新株予約権の無償割当てに関して、発行会社の機動的な資金調達が可能となるよう、新株予約権の権利割当日における取扱いですとか、総株主通知の受付期間の見直しが行われています。総株主通知というのは、株券電子化のもとで、保

管振替機構が配当や議決権の基準日に際しまして、発行会社に対して行う株主情報の通知のことを言っております。こういった関係機関の法令改正に伴って、ファイナンスのスケジュールの短縮化が現在図られております。

こういった点を踏まえてのファイナンスのスケジュールですが、まず、検討・準備期間2～3カ月と書いてありますが、これはまさにライツ・イシューの発行準備——発行条件、届出書類等の作成、実務上の検討課題がもろもろあろうかと思しますので、こういったところを発行会社が弁護士の先生とか金融機関と議論をしながら進めていく。

この2～3カ月というものですが、通常の公募増資の場合、主幹事証券会社が入って準備を開始するのがおおむね2、3カ月ということですが、ライツ・イシューとなりますと、当面は新しいスキームということで、もう少し準備期間が必要になるかというふうにも考えております。先ほどのほふりの規定等も含めて、新株予約権の割当決議からファイナンスの期間まで、現在予定されているものとしてはおおむね2カ月半から3カ月ぐらいでしょうか。ファイナンスが完了するまで大体これぐらいの日程で進んでいくということになるかと思っております。

#### **公募増資との比較（発行企業の視点）**

対象となる投資家は、公募増資の場合は、もちろん幅広い新規投資家層、個人投資家であったり、国内を中心とした機関投資家に対して募集がなされることになろうかと思いません。既存株主を対象とするのがライツ・イシューということになりまして、その後の権利行使までを考慮しますと、市場で新株予約権を取得する投資家もちろん、コミットメント型ライツ・イシューといわれる場合は、証券会社が権利行使をすることになります。

資本調達の実績性ですが、公募増資の場合、やはりこれも最近よく見られる事例ではございますが、発行決議から発行条件を決定するまで一定の期間を置くのですが、この間の増資の発表によって株価が下落する、それによって資金調達額が変動して、思ったほどの資金調達ができないといった事例もあろうかと思いません。これに対しまして、証券会社がコミットをするコミットメント型のライツ・イシューと言われるものに関しては、発行決議日時点で資本調達額が確定することになろうかと思いません。

資本調達の規模ですが、これももちろん授權株数の問題もあるのですが、株主割当てであって、有利発行規制といった問題はないので、行使価格の水準も発行会社が割と自由に決めやすいということになろうかと思いません。もちろん、説明責任というものはあろうか

と思います。また、新株予約権を上場することによって、割当てを受けた既存株主が新株予約権の売却が容易となりますので、対象となる投資家も広がります。こういった観点からは、ライツ・イシューのほうが公募増資よりも大規模な資本調達をしやすいということになるかと思います。

既存株主への影響というところでは、公募増資については、議決権の希薄化、安定化比率の低下がありますが、ライツ・イシューについては、権利を行使するかどうか、これはもちろん株主の判断にゆだねられ、割り当てられた新株予約権のすべてを行使した場合は希薄化は生じないということになります。希薄化の観点からは、株主の批判が生じにくいというふうと考えられるかと思います。

ファイナンスの期間ですが、一般的な公募増資の場合は、発行決議をして有価証券届出書を提出し、最終的に払い込みが完了するまでは大体4週間程度とされています。ライツ・イシューについては、先ほどのスケジュール例なども見ながら考えますと、やはり割当決議をしてから新株予約権の行使期間が終了するまで2カ月半から3カ月程度かかるということで、まだまだこの差はあるのかなというところです。

あとのところは割愛して、次に進ませていただきます。

#### **公募増資との比較（株主等の視点）**

まず、全体感ということですが、もちろん公募増資につきましても、一般的なファイナンス手法でありまして、投資家の理解は得られやすいというところは我々も認識しております。既存株主に配慮したスキームでありますライツ・イシューは、まだ事例が少ないので何とも言えませんが、より株主・投資家の理解が得られやすくなるのかなとは考えております。先ほどもお話ししましたように、事業会社が通常の公募増資を行った場合は、ヨーロッパの機関投資家から、なぜライツ・イシューじゃないのかというような声も聞かれています。

希薄化についてですが、公募増資の場合は、繰り返しになりますが、既存株主が公募増資に応募しても買えないというようなことがあります。この場合は希薄化が生じると。ライツ・イシューの場合は、既存株主への割当てということで、権利を行使するか、行使せずに売却するか、株主に選択権があるということになるかと思います。

追加資金の必要性という観点ですが、公募増資の場合は、新株を購入する場合には追加投資が必要です。ライツ・イシューにつきましても、割り当てられた新株予約権を行使す



る場合には払い込みが必要ですが、複数個の新株予約権を割り当てられた場合は、その一部を売却してその資金で行使をするということで、追加資金なしに一部行使も可能ですが、これをキャッシュレス・テイクアップと呼んでおります。

## (2) 欧州におけるライツ・イシュー

### 主要国における新株発行に関する規定

まず、簡単に欧州各国の規定について、紹介させていただきます。英国では、会社法上も、既存株主による優先的な新株引受権といったものが保障されているということもありまして、ライツ・イシューという手法での資金調達が選考されやすいといった傾向がございます。

その他の主要各国ということで、ドイツ、フランス、オーストラリア、カナダ、米国を挙げていますが、やはりこういった国々での新株発行に関する規定につきましては、ヨーロッパを中心に、原則は株主割当てだとされている国が多いかと思っております。

### 欧州企業の発行実績

近年のヨーロッパ諸国のライツ・イシューの発行実績を紹介させていただきます。2008年からライツ・イシューが急増しておりまして、2009年はさらに増加して、過去最高の発行金額になろうかと思っております。2009年のライツ・イシューによる資本調達は、全体で1,530億米ドルで、2010年第1四半期は121億米ドルとなっております。

2008年以降にライツ・イシューが急増した背景としましては、国際金融危機に対して銀行などの金融機関が多額の資本調達を実施しまして、その際にライツ・イシューの公募により行われた事例も多いかと思っております。

### 欧州企業の発行概況

先ほどお話ししましたように、2008年のライツ・イシューについては、金融危機を背景とした金融機関によるものが中心でありましたが、2009年以降については、M&Aに対するファイナンスを中心に、一般の事業会社にもライツ・イシューのすそ野が広がっている、こういった特徴が挙げられるかと思っております。

2009年のライツ・イシューの発行体をセクター別（銀行、鉱業等）に見ますと、銀行が36%、鉱業が15%、公共・エネルギー11%等となっております。2009年以

降に発表されている案件で発行額の上位10社を見てみますと、金融セクターが目立ちます。もちろん、金融機関の発行事例は多々ありますが、事業会社の中で資金使途としてM&Aを挙げている事業会社の事例が見られます。

### **(発行例) Deutsche Bank (2010年9月20日決議)**

参考までに、つい最近、今年の9月20日に決議がなされている Deutsche Bank のライツ・イシューの事例を紹介させていただきます。こちら非常に大型のライツ・イシューということになりますが、最終的には99.1%の権利が行使されているという形でございます。

### **(3) ライツ・イシューにおける検討事項**

#### **ライツ・イシューに関する制度変更**

昨年末以降、各関係機関がライツ・イシューの利便性に向けた制度変更等が行われています。まずは、昨年12月末、東京証券取引所が上場規定を改正し、今年の1月には、大阪証券取引所なども上場規定を改正しております。従来の上場基準ですと、新株予約権1個が株式1株に相当する場合しか新株予約権の上場が認められないということで、これがライツ・イシューの障害になるという声もございましたが、この改正によりまして、新株予約権1個で株式0.5株とか0.2株といった端数が生じる場合でも新株予約権の上場が認められることになっています。

次に、金融庁の企業内容等の開示に関する内閣府令(2010年2月26日公表、4月23日施行)の改正ということで、これは先ほどお伝えしたように、有価証券届出書の提出のタイミングが短縮され、目論見書交付のタイミングが明確化されているところです。

3点目は、規則の改正というわけではないのですが、本年の2月26日付で、日本証券業協会が口座管理機関に対する注意喚起を行っています。上場される新株予約権、こういったものが出た場合に関して、各口座管理機関、いわゆる証券会社なのですけれども、権利行使の請求等に対してきっちりやってくださいという注意喚起がなされています。

4点目が保管振替機構の振り替えに関する業務規定の一部改正ということで、こちらも先ほどお伝えしたものとなりますが、こういった形で関係機関による制度改正が行われているというのが現状でございます。

## 実務・制度対応の進捗状況

皆様もご存じのように、今年3月に、タカラレーベンという会社が日本版ライツ・イシューの第1号ということで発行した事例がございます。これを契機としまして、さまざまな検討課題に対する議論が前進しているかと思っております。

まず1点目は、ファイナンス期間の短縮化ということで、これまでの企業開示府令の改正がございます。タカラレーベンさんがライツ・イシューを発行したのは3月ですので、まだこの時点では、企業開示府令の改正が施行されていなかったこととなります。

2点目が、市場参加者による整備ということですが、これもタカラレーベンさんの第1号事案で、市場関係者における実務作業の日程、こういったものは共有されているのかなど。タカラレーベンさんが新株予約権を出された3月5日時点では、まだ東京証券取引所でも、上場をいつまでにするかといったことも発表されていなかったのですが、上場の期間が5月25日までというのが後ほど発表されたりとか、やはり投資家からの権利行使の受け付けを行う証券会社などで実務上の対応が進んでおりますと、商品性の理解も高まっているということになるかと思えます。

権利行使の促進という観点ですが、タカラレーベンさんの事例でも、権利行使の取り次ぎを行った証券会社に行使取次手数料が支払われておりまして、これはやはり証券会社による権利行使の誘導、こういった期待がなされるということもあろうかと思えます。

外国在住株主への対応ですけれども、タカラレーベンの場合については、アメリカに在住する株主にも権利行使が認められております。米国在住株主が10%以下であるということで、米国証券法ルール801条に基づく登録免除の適用を受けて、米国証券法上の募集に伴うSEC登録は行われておりません。

TOPIXにおける取り扱いの明確化ということについては説明を割愛しまして、税制上の取り扱いの明確化というところもございました。タカラレーベンさんが公表するQ&Aというものもありますのですけれども、割り当てられた新株予約権が、証券会社の口座の中には特定口座と一般口座がございますが、一般口座にしか割り当てられない。一般口座を用いて例えば新株予約権を譲渡すると、税金を納めるのは確定申告が必要になるとか、こういったこともございます。新株予約権の譲渡に関しては、簿価がゼロ円、無償割当てということで、譲渡益課税ということにもなると。

ただし、やはり特定口座に組み入れられないというのは、投資家にとっても利便性が高くないので、今後の課題として残っているかと思っております。

## コミットメント型ライツ・イシューの実現に向けた課題

これまで進んだ議論の中でも、ライツ・イシューが日本で普及するためには、まだまだいろんな課題があるのかなと思っています。まず、さらなるファイナンス期間の短縮化ということです。今年4月の企業開示府令の改正や保管振替機構の業務規定の改正によりまして、ファイナンス期間の短縮化は図られておるのですけれども、やはり日本でライツ・イシューをするには、今、法制審議会で議論をされているところかと思えますけれども、新株予約権の無償割当てに際して、会社法の279条2項ですと、権利行使期間の末日の2週間前までに株主割当て通知をしなければならないことになってはいますが、さらなるファイナンス期間の短縮によって、普及されるということになるのではないかと思います。この点は、私どもとしても、法制審議会の議論の状況を見ておるところでございます。

市場参加者による整備を2点目に挙げていますが、やはり証券会社等の窓口における対応、こういったものを今後より整備しなければならないのではないかと思います。タカラレーベンさんのライツ・イシューの場合でも、新株予約権を上場している期間は実質3週間ほどあったのですが、なかなか対応が難しいということで、事実上は、その3週間より短い期間でしか窓口の対応がなされなかったケースや、証券会社内部でも、こちらの対応ができないということで、市場に上場しているにもかかわらず売却注文を受け付けられないといった事例もございました。今後、金額が大きいとか、株主数が多いといった事例が出たときに対応できるように、関係機関によるさらなるシステム整備が必要なのかなと考えております。

外国在住株主への対応ということで、後ほどまた少し触れようと思っておりますけれども、やはり海外の株主の多い企業ですと、こういったところは非常に重要なテーマになるかと思っております。

税制上の取り扱いとしましては、新株予約権の特定口座の組み入れが実現されると、より投資家の利便性が高まるのではないかと思います。

コミットメント型ストラクチャーの整備と書いておりますが、まだコミットメント型のライツ・イシューを実現した事例は日本ではございません。ここに書いております公開買付規制、大量保有報告の特例報告制度というのは、新株予約権の取得条項の行使で発行会社が取得した後の新株予約権の買受けを行う証券会社側の事例でございますが、ライツ・

イシューが株主に割り当てられてあまり行使されなかった、証券会社が買い受ける新株予約権の数が発行済み株数の3分の1以上になるといった場合には、公開買付けによる買付けを行わなければならないのかなどといった議論もございます。こういったところを今後の制度の対応として何かなされると非常にありがたいと思っておりますし、同じように、コミットメント型ライツ・イシューで証券会社の買受けが10%を超える場合には、大量保有報告書で見て、証券会社に認められているような特例報告を使った簡易な報告が使えなくなってしまうというようなこともございます。

コミットメント型ライツ・イシューの場合は、証券会社が新株予約権を買い受けますので、こういった観点からも、証券会社が現在行っております引受審査、こういったものに相当するような審査が行われるようなストラクチャーを検討しなければならないというふうに考えております。

#### ライツ・イシューの留意点

外国在住の株主への対応について少し触れてございます。権利行使を伴う新株予約権の無償割当てにつきましては、いわゆる新株のオフリングとみなされまして、外国の証券法令上の登録とか開示義務、こういったものが必要になるおそれがあるというふうに認識しております。しかし、こういったものは非常に多大な事務的、金銭的負担を伴うものであり、その後の海外における継続開示、こういったものへの対応も含めると、発行会社としては、やはりこれを回避したいという実務上のニーズが非常に強いのではないかと考えています。

例えば米国の場合ですと、日本の企業が米国証券取引委員会（SEC）への登録を行わずに新株予約権の無償割当てを行うには、米国証券法ルール801に基づく登録免除を利用するのか、米国証券法4条2号に基づく適格機関購入者向けの私募による登録免除なのか、それとも米国居住株主による新株予約権の行使を一律不可にするか、こういった3点の対応が考えられるかと思えますけれども、こういった中で、例えば米国居住株主による新株予約権の行使を一律不可にすることはどうなんだろうというふうなところも考えてございます。こういったところでの論点となるのは、やはり株主平等原則に違反しないのかどうかというところです。こういったところをより検討を進めていかなければならないのかなと思っております。

この点についても、法制審議会の会社法制部会におきましては、ライツ・イシューの場

合において外国居住株主の行使を制限することが株主平等原則に反しないということを明確化するようなセーフハーバー・ルール of 制定についての要望が実務界から上げられているということで、そもそもこういった株主平等原則のセーフハーバー・ルールについて法制上の手当てが可能なのか、解釈の問題として考えるのか、非常に難しいところもあろうかと思えますけれども、今後法制審議会で何らかの議論がなされることを期待しております。

#### 欧州企業における外国人株主への対応例

参考までに、欧州企業のライツ・イシュー発行事例での外国人株主への対応例を挙げております。その国における全株主を排除したという対応や、転売の制限を設けるなどの差別的な取り扱い、あるいは、特定の株主のみに割り当てられるといった差別的な取り扱いを行っています。それ以外は、その国における全株主に対して割当てを行っています。やはり米国などでは、適格機関購入者（QIB）のみが割当ての対象とされる事例が見受けられるという状況かと思えます。過去の欧州企業のライツ・イシューの事例でも、日本の株主に対しては割当てがなされております。ただし、売却処理が行われて、実際に日本の株主に入ってくるのは現金だけということになっております。

#### (4) タカラレーベンによるライツ・イシュー（ノンコミットメント型）について

##### タカラレーベンによるライツ・イシューの概要（ノンコミットメント型）

3月5日に割当決議がなされておまして、3月31日時点の株主、これが割当基準日ということになっております。4月1日が割当効力の発生日となっておまして、その日に取引所に新株予約権が上場する。権利行使の可能期間は5月6日から5月31日まで、取引所に上場されていた期間は4月1日から5月25日までという形になっております。

この事例の特徴としては、まず、初の新株予約権の東証上場ということでございます。通常、普通株式の銘柄コード4桁、タカラレーベンさんですと8897ですが、5桁の表示（88979）となっております。それで、証券会社によるコミットは行われていない。

大量保有報告書などの開示書類を見ますと、筆頭株主であるオーナーさんが割当分を全額行使されております。非居住者株主による権利行使については、米国証券法ルール801条の適用を受けて、登録免除その他、特段の手当ては行われていない。

案件の内容としましては、割当決議日の終値が559円で、この権利行使価格は300

円。新株予約権が行使された比率は全体の95.7%で、当初予想されていたよりも非常に高い行使比率となっています。これによりまして、割当決議日時点における時価総額が98億円でしたが、これに対して約50%相当の47.5億円の大規模な資金調達の実現しております。

ただし、権利行使期間の終了日である5月31日時点の時価総額は127億円ということとして、98億円に単純に47億5,000万円を足したものとはなっておりません。ライツ・イシューによって発行した分だけ時価総額が高まっているかという点、必ずしもそういうものでもないのかなと思っております。

そういった中での本件の考察としては、大規模な資本調達が実現されたということと、株主に対して最大限配慮した資本調達のスキームづくりといった観点では、やはり今後課題が残る事案なのかなというふうにも思っております。

#### **発行スケジュール及び株価推移**

先ほどお話したように、3月5日に新株予約権割当ての決議がなされておきまして、割当ての基準日が3月31日、割当ての効力発生日が4月1日で、その日から取引所に上場して予約権の売買がなされているということです。

この間の株価推移を見ますと、新株予約権の価格プラス権利行使価格は、新株予約権の上場期間中は、ほとんどの期間において株価を下回っております。つまり、新株予約権の実際の価格が理論価格を下回って推移しているということが見受けられます。

新株予約権の価格低迷の原因としては、新株予約権の流動性が低かったこと、新株予約権がどの程度行使されて会社がどれぐらい資金調達できるのかが不透明であった、こういったことが挙げられております。また、株価の動きも非常に大きな動きとなっておりますが、上場期間中にギリシャ危機による株価全体の下落があったり、権利行使が進むことによってマーケットでの需給関係に影響を及ぼしたといったところも要因としては挙げられようかと思えます。

#### **日本のライツ・イシュー タカラレーベン（ノン・コミットメント型）総括**

最終的な新株予約権の行使比率は95.7%。当初、報道などによると、7～8割の行使比率であればまずまずではないかといった声もあった中では、非常に高かったのではないかと考えられます。決議日時点の時価総額に対して50%、非常に大規模な資本調達が

実現されています。

筆頭株主の代表取締役社長による一定水準の行使についての意思表示がなされております。割当決議日時点のタカラレーベンさんのプレスリリースなどに、代表取締役が行使する意向があるというようなことを書いてございます。これにより、発行会社の資本調達が全くできないのではないかなどという不安感を排除しようという意向かと思っております。取扱い証券会社に対してインセンティブフィーが支払われております。権利行使取扱手数料、取り次ぎ手数料ということになるかと思えます。

新株予約権の価格は、上場されている期間中、おおむね理論価格を下回って推移しました。これによりまして、既存株主にとっては、新株予約権を市場売却するという合理性がなかなか見出せなかったのかなというふうにも思っております。

全体のファイナンス期間が3カ月で、やはりこの長さで、こういった中で株価の変動幅が非常に大きかったということも挙げられようかと思えます。

今回のタカラレーベンさんのライツ・イシューはノン・コミットメント型ですが、やはり証券会社が関与しないということになりますと、証券会社の審査を経ないまま取締役会決議だけで決定する、こういったライツ・イシューという方法を活用した増資が今後頻発するのではないかと、悪用されるのではないかとというような声も上がっておりまして、こういった点は一つの不安要素として挙げられようかと思えます。

## 2. 反社会的勢力の排除に向けた対応

### 反社会的勢力に関連する近年の主な動向

2006年11月以降について紹介しておりますが、証券業界における反社会的勢力排除に向けての取り組みがこの時期から行われたというわけではございませんで、この以前からも、証券市場における反社会的勢力の排除に向けた対応というのは適宜行われております。例えば、新興市場に上場する企業と反社会的勢力の関係が報道された事例というのがやはりございまして、新興市場の創設を契機として、証券取引所においては、上場申請をする会社に対して反社会的勢力と関係がない旨を確認していただきといった確認書の提出を義務付けるといったことは以前から行われております。

こういった証券取引所の動きに伴いまして、証券会社においても、新規上場を目指す企業に対する営業活動を開始する段階でやはり確認を行うなど、反社会的勢力に向けた対応



については、社会情勢の変化に応じて適宜行ってきたという状況でございます。

そういった中で、近年、反社会的勢力が証券取引ですとか証券市場に介入してその資金源としたり、マネーロンダリングの一つとして証券取引を行うといった事例も散見されてきて、公共事業、企業活動からの反社会的勢力の排除を求める声が非常に強くなったということから、証券市場における反社会的勢力排除に向けた取り組みをより一層強化するものとして、紹介しているような対応がなされてきたものと認識しております。

近年の動向として挙げたものを少しだけ見ておきますと、2006年11月に発足されております証券保安連絡会は、警察庁、金融庁、東京証券取引所、大阪証券取引所、当時のジャスダック証券取引所、日本証券業協会などがそのメンバーになっておりますが、やはりこれを契機としまして、証券業界と警察等関係機関との連携がより強まっているといった状況もございます。

2007年5月以降、日本証券業協会の引受けに関する規則を中心とする規則改正、これはまさに市場仲介者である証券業界、証券業者を規制するものでございまして、発行体に対するチェック機能を強化しろというところのルールでございます。

一連の証券取引所の上場規則の改正が2007年6月以降のものとして記載されておりますが、これは従来から証券取引所において反社会的勢力排除に向けた取り組みが行われているわけですけれども、それを上場基準とすることで、規則上明文化したということになってございます。

### **主幹事証券会社としての取り組み**

新規上場を中心とした主幹事証券会社としての取り組みについて簡単にお話しさせていただきます。

やはり主幹事証券会社といいますのは、上場に向けた上場審査、引受審査などの審査におきまして、上場を予定する会社が反社会的勢力と関係がないこと、反社会的勢力の排除に向けて社内体制が整備されているか、こういったことを確認した上で、上場申請時には、この証券取引所に対して上場申請の会社が暴力団等の反社会的勢力と関係がなくて社会的に批判を受けるおそれのない優良な企業だというようなことを書いた推薦書を提出することになっております。このような推薦書を出す以上は、主幹事証券会社の果たす役割は非常に重要なものというふうに考えておりまして、こういった調査については非常に慎重に行われていると思います。

調査のやり方については、各証券会社独自のやり方もあろうかと思いますが、例えば当社ですと、上場を目指す会社さんへの営業活動の開始段階、この時点を始めとしまして複数段階において、非常に広い範囲にかかわる事項について確認を行っております。もちろん、営業活動の開始段階には非常に簡易な情報しかないので、あくまでもわかる範囲での確認ということになるかと思いますけれども、上場の準備のお手伝いをさせていただく段階で発行会社さんからいろんな情報をいただきますと、こういった中でより詳細な情報に基づいた確認が可能になるかと思っております。

また、上場に向けた準備を開始してから実際に上場するまで、一般的には数年を要することになるかと思っておりますけれども、そういった上場準備の段階では、証券会社は、上場を目指す企業に対して、上場に向けたさまざまなアドバイスを行っております。その中で、内部管理体制の整備の一環として、反社会的勢力の体制整備に関するアドバイスを行っているといった形でございます。

こういったものが新規上場のときのお話になりますが、上場後の公募増資ですとか上場後のファイナンスにおいても、やはり発行企業における反社会的勢力との関係があるかないかというのは、引受証券会社における審査項目として定められておりまして、そういったものに基づいて主幹事証券会社の確認が行われているということになります。株式の公募増資の場合ですと、公募増資の実施準備に数カ月、一定の期間を要することもございまして、その過程の中で、引受けを行う証券会社が適宜発行会社の状況を確認しているということになります。

来年の1月から、株式の公募増資だけでなく、社債の引受けを行うときについても、反社会的勢力との関係の有無といったことが引受審査項目として定められることになりました。これは、日本証券業協会の規則の改正によるものです。特に社債については、発行登録制度等を活用して、非常に機動的な発行も可能でございまして、中には年間に複数回、社債発行を行う発行体などもございます。こういったものに対応するためには、引受証券会社側での適切な体制の整備というものが今後の課題であるというふうに認識しております。

### 3. 不公正ファイナンスへの対応

不公正ファイナンスについては、証券市場を活用した不公正な取引の問題ということで、先ほどのテーマであるような反社会的勢力の排除ともやはり密接にかかわる問題であると

いうことは認識しております。

実際に不公正ファイナンスに引受けを行う証券会社が関与するというのは、事例としてはほとんどないだろうとは考えておりますけれども、こういった不公正な取引が行われるということは、日本のマーケットの信頼性にもかかわる問題でもありますので、我々としてもやはり非常に重要な問題だと認識をしております。

### 不公正ファイナンスとは

簡単に説明させていただきます。「不公正ファイナンス」という言葉については、もちろん法律上の定義はなされていないのですけれども、証券取引等監視委員会の方がさまざまところで講演したり雑誌などに寄稿されているのを見ますと、このページにございますような共通した特徴を有する、いわゆる第三者割当増資等をいうというふうにされております。第三者割当増資ということで、もちろん株式を発行するケースもございますが、いわゆるMSCBといわれるようなものについてもあろうかと思えますし、優先株を発行するといったこともあろうかと思えます。

不公正ファイナンスの特徴ということで、まずは発行企業の属性です。これはやはり赤字が続いていたり、経営成績ですとか株価が低迷しているという会社がまず挙げられます。第三者割当増資を繰り返す中で、株主構成が大幅に変更しているというような会社。ビジネスモデルの大幅な変更ということでは、これまでは製造業などを営んでいた会社で、その後、事業目的が投資事業になるとか、こういった実態がわかりにくい事業を行っているというところが、発行企業の属性の特徴として挙げられます。新興企業に上場する企業が多いのではないかというようなことも言われておりますけれども、近年では、新興市場に上場する会社だけに限られる問題でもないのだらうということは認識をしております。

次に、割当先の特徴ということですが、海外のタックス・ヘイブンとかオフショア金融センターに設立されるような特別目的会社が割当先になるとか、実態の不透明な国内の投資事業組合が割当先として選定される。あとは、実態はあるものの、増資に応じるような資金量がないのではないかと思われる企業が割当先になるということが挙げられています。

ファイナンスの目的・発行条件ですが、資金調達目的とファイナンスの手法が全然合致していない、例えば借入金の返済をしなきゃいけない、早急に資金調達が必要だということで新株予約権を使った資金調達がなされるといったケースがあろうかと思えますし、発行条件としては、発行済み株数の何倍にも当たるような新株発行が行われることで、大幅

な希釈化が行われる。

ファイナンスの関係者ということで、アレンジャーと言われるような人が関与したり、あとは、監査法人、公認会計士、特定の法律事務所弁護士ということで、こういった案件ではいつも同じようなところが出てくるようなことになるのだろうとは思っております。SPCを使うというような手法の場合は、会社設立ブローカーといった人たちが関与するといった特徴もございます。

こういった特徴を見ると、割当先ですとか、発行数量、発行価格、こういった発行会社側の決定については、非常に自由な裁量があつて恣意的な判断がなされる、こういったところも問題の一つとしてあるのではないかというふうに思っております。

### 不公正ファイナンスへの対応

こういった不公正なファイナンスが増加しているという現状においては、さまざまな対応が行われております。まずは、市場の番人と言われております証券取引等監視委員会の活動としては、1点目は監視の強化。特に最近においては、不公正ファイナンスの取締りに非常に力を入れられているようです。不公正ファイナンスが水増し増資とか架空増資による偽計に当たるものとして告発されている事例も見受けられます。

やはり警察・検察などの捜査当局ですとか、金融庁や財務局、こういった関係機関との連携を強化することによって、不公正ファイナンスに対する情報収集・分析に注力するといったところも挙げられておりますし、やはり各種講演会や寄稿を通じて情報発信をして未然防止に取り組んでいるというのが、証券取引等監視委員会の現在の動きかと思えます。

ルール整備ということですと、不公正な第三者割当増資等に関する問題の対応としては、企業開示府令ですとか取引所の上場規則、自主規制規則等の改正ということで、一定の強化が図られているということになるかと思えます。

### ルールの整備①：取引所規則の改正

第三者割当増資の透明性、公正性を向上しようというのが目的であろうかと思えます。東京証券取引所の場合は2009年8月24日、大阪証券取引所は2009年12月30日に上場規則の改正をしているという状況です。

その内容としましては、発行数量の恣意性に関する問題ということで、大幅な支配比率の希釈化、支配権の異動を伴うような大規模な第三者割当増資に関しては、やはり株主総

会決議による株主の意思確認が必要なのではないかと、希釈化率が300%を超えるような第三者割当てに係る決議を行った場合は上場廃止になるといったような規則の改正が行われております。

発行価格の恣意性に関する問題ということで、有利発行に該当することが疑われるような第三者割当増資については、開示の中で対応するというので、払い込み金額の算定根拠ですとか、その具体的内容、強化方法、払い込み金額の算定において勘案した事項、経緯、こういったものを具体的に記載するとか、あとは、監査役または監査委員会の意見の開示が必要だというようなことにもなっております。

割当先の恣意性。不透明なものへの第三者割当増資及び増資資金が払い込まれない第三者割当増資、こういったものへの対応としては、第三者割当てにより支配株主が異動した場合で3年以内に支配株主との取引に関する健全性が著しく毀損されていると認められるときは上場廃止にする。割当先の払い込みに要する財産の存在について確認した内容、こういったものを開示資料に記載する。割当先と反社会的勢力に関係がないことを示す確認書を提出するといったこともございます。

こういった取引所の規則の改正によりまして、第三者割当増資の透明性、公正性の向上が図られていることかと思えます。

#### **ルールの整備②：企業開示府令等の改正**

企業開示府令の改正が2009年12月11日から施行されております。これは、第三者割当ての開示の大幅な充実・強化につながるものかと思えます。

こちら、発行数量の恣意性に係る問題ということで、大幅な支配比率の希釈化や支配権の異動を伴うような大規模な第三者割当増資等については、第三者割当てによって25%以上の希薄化や支配株主が生ずる場合については、その旨及びその理由を有価証券届出書に記載するとか、大規模な第三者割当てに該当する場合には、当該大規模な第三者割当てを行わなければならない理由、当該大規模な第三者割当てによる既存株主への影響についての取締役会の判断の内容について具体的に記載するとか、大規模な第三者割当てを行うことについての判断の過程を具体的に記載するとか、こういった開示の強化が行われているということになるかと思えます。

#### **ルールの整備③：自主規制規則の改正**

市場仲介者である証券会社等を規制するルールである、日本証券業協会の第三者割当増資等の取扱いに関する規則というものが今年4月に施行されております。この第三者割当増資等の取扱いに関する規則は、従来、証券会社がMSCBを買い受ける際の留意事項を定めた、会員におけるMSCB等の取扱いに関する規則という名前でしたけれども、MSCB以外の第三者割当ての形態でのファイナンスの買受けについても規制を適用しましょうということで、まず名称が変更されてございます。

これまでの証券取引所の規則の改正、企業開示府令の改正によって、第三者割当増資については規制の強化が図られていたところですが、ここで残された懸念点への対応も図るということで改正が行われております。

有利発行性の問題の対応としては、発行会社に対しての第三者割当増資の取り扱いに関する指針に基づいて払い込み金額を決定するよう、例えば証券会社は要請しなければならないとか、そういったルールが定められております。

ただし、自主規制規則の改正ですが、このルールはあくまでも日本証券業協会の会員である金融商品取引業者に関する規制なので、証券会社が一切関与しないようなスキームの場合にはなかなか実効性がないのかなという問題もあろうかと思っております。

### **証券会社の役割**

そういった中での不公正ファイナンスへの対応について、証券会社の役割について最後に見ておきたいと思っております。

不公正ファイナンスの問題となるような第三者割当増資の多くは、証券会社以外に対する割当てでありまして、証券会社が直接関与するケースというのは少ないのかなというふうに我々も考えております。証券会社としても、こういったファイナンスを行うような会社についてはなかなか足が遠のいているというようなこともあろうかと思っております。

そのような中で、先ほどお話ししたような日本証券業協会の規則の改正で証券会社等を規制するというだけでは、なかなかその効果というのも限界があるのかなというふうに考えております。結局のところとしては、第三者割当増資等に関する不公正ファイナンスの問題については、発行会社をきっちり規制していく必要があるのではないかと考えておりまして、その意味では、これまでに改正が行われている取引所の規則ですとか企業開示府令、こういったものによる不適切なファイナンスへの対応というのが引き続き効果を発揮すること、これを証券会社としてもまずは期待しております。

そういった中で、証券会社としては、不公正ファイナンスへの問題に対しては、市場仲介者としてのゲートキーパー機能、こういったものをやはりしっかりしていかなければならないだろうと考えております。

最後のほうはちょっと駆け足になってしまいましたが、以上で私からのお話を終わらせていただきます。ありがとうございます。

~~~~~

【討 論】

○岸田 どうもありがとうございました。引受ビジネスについての最近のトピックの問題を詳しくご説明いただき、ありがとうございました。

きょうのテーマは3つございますけれども、最初にライツ・イシューについてご議論いただき、あとの2つは後でまとめて討論いただければと思います。

新株引受権制度と新株予約権制度の比較

○森本 興味深い話をお聞かせいただきまして、ありがとうございます。

基本的な枠組みについてですが、ライツ・イシュー、ライツ・イシューと言われますが、これは特に目新しいものではなく、要するに、諸外国では昔からやられている譲渡性の認められる株主割当ての新株発行ですね。ところが、日本では、新株引受権制度というものがなくなったので、新株予約権の無償割当てという形で行なうこととされました。そして既存株主の利益保護のために上場する、さらには引受証券会社等が買い取って、プレミア分を株主に保障しようと、そういう努力をなさっているということで、確かに、株主の利益保護の観点から評価すべき点も認められますが、少し問題点を整理する必要があるように思われます。要するに17年改正前の、株主割当ての新株発行の新株引受権に流通性を認め、新株引受権を上場する、そういう制度を新株予約権の無償割当てという柔軟な制度を利用していわゆるライツ・イシューをするというわけですが、この両者のメリットデメリットについてお教えいただきたいと思います。

ライツ・イシューのファイナンス・スケジュールとありますが、失権株主に対してある程度の補てんをするために取得条項をつけて、発行会社が取得し、これを引受証券会社に渡して云々という、この取得条項がどのようになっているのか、お教えいただき

いと思います。行使期間が終了して初めて失権することになるわけですね。

○山田 はい。

○森本 そして、その後1～2週間とされています、現在の無償割当制度でも、同一の募集については均一原則があるので、権利行使期間は一緒のはずですね。権利行使期間が伸びて、この図にあるところの1～2週間を証券会社が利用するというのはどういうことなのでしょう。仕組みがよく分からないため混乱しているのかもしれませんが、取得条項はどのようなもので、この行使期間の後の1～2週間後に未行使分を取得して譲渡して証券会社が行使するというのはどういう構成になっているのか。とりわけそのときの取得価格は、上場が終わった後の話ですから、どのように決められるのか、お教えいただければと思います。

○山田 そうですね。

○森本 特に、取得ないし転売価格が合理的に定めることができるのか、そこら辺のことを踏まえながらお教えいただけたらと思います。

○山田 まさに我々証券会社が取得して、それを行使する形でのライツ・イシューというものは出ていないのですが、今考えられるものとしては、まず、取得条項としましては、一定の日を迎えた時点で発行会社が行使されていない新株予約権を取得するというような条件になるのではないかと考えております。

予約権の行使期間との関係ですが、すみません、図がちょっと誤っていたということになるかと思えます。行使期間中に新株予約権の上場が廃止されるということですね。行使期間は例えば今年の12月末ですけれども、その新株予約権の上場は12月25日ぐらいで廃止されて、そこでもう取引はなされないのですけれども、その行使期間中に証券会社への譲渡が行われるというのは、一般的には考えやすいスキームなのかなというふうには思っております。

この譲渡価格につきましては、やはり権利行使価格と株価との関係もあろうかとは思っております。発行会社による取得日前の何日間かの株価の終値の平均から権利行使価額を差し引いた額で、時価を基準に決めることになるかと思われれます。従って、株価が権利行使価額を下回っている場合等は、新株予約権の価値がゼロということになりますので、譲渡価格は安くなります。

ただし、もちろん証券会社は、当初設定された権利行使価格で権利行使はいたしますので、発行会社としては、資金調達そのものは可能なのだろうなというふうにお

ります。

○森本 発行会社と証券会社はそれでハッピーなのでしょうが、株主の利益保護の観点から問題がないか、検証が必要のように思われます。ゼロよりはましだということで済ませられるのでしょうか。昭和の時代には、株主割当ての失権株については、機会を与えたのだから、失権株について有利発行規制は及ばないということで、相当ディスカウントした価格で証券会社に渡されていたと思うのですが、それはいけないということに現在ではなっていると思います。その意味で、やはりこの場合にも、公正な価格である必要があるように思われます。無償割当ての新株予約権であっても、自己新株予約権の処分について、募集自己株式の処分のような規制がありません。有利発行規制はダイレクトには適用されないのですが、その精神を十分に尊重する必要があるように思われます。発行会社が引受証券会社に転売するのですね。新株予約権の無償割当制度をこの場合に利用するについて、無理があるというか、いろいろの法制上の問題があるように思われます。

○山田 そうですね。ただ、どうでしょう、以前の旧商法の中でも——難しいところですね。

新株予約権が上場することによる問題点

○森田 だから、マーケット性が入るんですよ。最初時価が1,000円で、払込額が500円です。それで750円になるでしょうということで、それが画一的に同時に普及して、外国人株主の方は何もしなくても250円のプレミアの部分が返ってくるという制度であれば非常にわかりやすいのですけれども、その間上場するわけでしょう。

○山田 そこでやはり変動が生じます。

○森田 変動がありますね。そうすると、そういうマーケットが生ずると、要らんことをした人は損をして、何にもしなかった人が得するのか、あるいは何もしなかったら、おっしゃるように最後に10円とかになっておるといふうになってしまっていて、そうすると、最初の説明でウィン・ウィンの750円ですと言ったのがうそになりますよね。

投資家サイドに立つと、外国人株主は適用除外で、何もしなくても、250円分が返ってきますよと、こういうふう言えば、それはよくわかります。ところが、そういう制度でもなさそうですね。

○山田 証券会社によるコミットメント型はまだ事例がありませんが、上場している期

間中は、新株予約権の価格はマーケットの影響を受けることとなりますので、株価が下がれば、新株予約権の価格も下がることとなります。

- 森田 期間も3カ月もかかるから、値段が動きますね。それと同時に、この場合でも、あなた方が主幹事証券会社として引受人を頼まれたら安定操作もするのですかね。
- 山田 安定操作が可能なのは、発行会社と元引受契約を締結する金融商品取引業者になります。発行会社とコミットする証券会社との間で締結する新株予約権の買い取りに関する契約が引受契約に該当しない場合は、安定操作ができないということになります。

新株予約権の証券会社への譲渡価格について

- 前田 平成17年の会社法制定時に新株予約権の無償割当ての制度が入ったのは、会社法制定前のいわゆる新株引受権を譲渡できるようにしようということだったと思います。つまり、会社法では、制度簡素化のために会社法制定前の新株引受権証書の制度はもう廃止して、新株引受権証書に代わる仕組みとして、新株予約権無償割当ての制度を入れた。ですから、この制度の本来の目的は、まさにこういう使い方なのですね。この制度を買収防衛策などに使うのは、むしろ予想されていなかった使い方、これこそが本来の使い方であると言っていいのではないのでしょうか。

そして、森本先生がご指摘になりましたコミットメント型の場合に、会社が取得条項に基づいて新株予約権を取得して、それを証券会社等に譲渡するときの価格は、非常に重要な問題だと思います。立法論としては、新株予約権の処分についても、有利発行規制は必要なのではないかと感じているのですけれども、それが現行法にはありませんので、実務的な運用として、森本先生がご指摘になりましたように、譲渡価格については、譲渡時点での公正な価格を基準として価格を決定すべきであるというように思います。

- 黒沼 取得した自己新株予約権の譲渡価格の問題ですが、公正な価格というのはおっしゃるとおりだと思いますけれども、この場合、証券会社はコミットしていますので、必ず権利行使をするという約束をしているわけですね。それ以外の場合には、不利だったら行使をしないわけですから、コミットメントがある場合、公正な価格の算定方式が少し違ってくるのではないかと思います。
- 森本 私が感じたのもそれで、新株予約権制度というのは、非常に柔軟な制度ですね。だから、ここでも紹介されているブルドックソースの事件についても使われました。先

ほど、私がやや無理があるかと言ったのは、従来思われているものよりももっと柔軟な形で発行会社にも株主にもよりよいものにしようという善意の気持ちはわからないではないけれども、自由化柔軟化が常に妥当な方向に行くとは限らないということです。今言われたように、証券会社としては義務付けられるわけですね。そこでディスカウントしろとすると、それについて合理的な判断ができるのかが少し疑問です。この場合にも、最近のはやりの、独立の専門家の意見を入れて、ある程度合理的な手続でそれなりの価格を決めればいだろうということになるのかも分かりませんが、ほとんど発行会社と市場の情報は証券会社が持っているときに、相当厳しいチェックが必要なのではないか、ということです。そもそも、倍額増資新株を株主割当てで行なう合理的必要性がどの程度あるのか、についても検討する必要があるように思われます。

その意味で、やはりもう少し法制度面についても実務的についてもチェックしていただきたいと思います。以前の新株引受権制度より柔軟にできるかもしれないけれども、逆に問題が生ずる危険がないとも限らないというのが、素人的な率直な感想です。アイデアは全然ありませんし、黒沼さんのおっしゃったようなことにも配慮しなければならないのでしょうか。

- 山田 確かに、新株予約権の証券会社への譲渡価格というのは、先生方のおっしゃるように非常に重要だと思っていて、譲渡価格を時価に比べて非常に低い価格にすると、有利発行規制の潜脱になるのではないかという議論もあろうかと思えます。そういった中では、発行会社が取得する日の何日かの株価の終値、こういったものを見た中で、その株価との比較の中で予約権の価格というものも出てくるのですけれども、これの例えば100%に近い値段で譲渡を受ける。ただし、その株価が権利行使価格を下回っている場合は、予約権の価値そのものがゼロということになります。証券会社への新株予約権の譲渡価格については、適正な価格となるようにしなければいけないのかなというところはあろうかとは思っています。

税制上の取扱いについて

- 岸田 税制上の取り扱いですが、無償割当ての新株予約権は特定口座に組み入れられないというのは、つまり、無償割当ての場合には経済的価値が発生しないということですか。そうすると、失権株等は発行会社が取得して経済価値を一部払うと言っていますね。ストック・オプションは、日本の法制上、取得したときは税金がかからないですね、

原則として。そうすると、このライツ・イシューの考え方としては、株主に無償で新株予約権を割り当てて、もらった瞬間に何%かのオプション価格が課税されるという考え方ができたということですか。ちょっとこの辺、読んでいてよくわからなかったのですが。

○山田 証券会社に開設される特定口座に組み入れられないと。

○岸田 そこで何らかの権利をもらうわけですね、株主は売却しなくても。

○山田 はい。

○岸田 そうすると、それに課税されることになりますね。たとえ3円でも5円でも高値にすることを認めるということは顕在化するわけですから、仮に売らなくても、その人は何もしないでほっておいても、税金をかけないとおかしいということにならないですか。特定口座に入れないというのは、そういう趣旨じゃないのですか。

○山田 今、我々が認識しているものとしては、割り当てられた新株予約権があつて、まずこれを譲渡すれば、その譲渡益に対して課税がありますので、権利行使をして株に換えて売却した場合には、その権利行使価格がいわゆる株式の取得価格ということになります。

○岸田 それはわかるんですけども、特定口座に入れたほうが良いという趣旨は、入れると、逆にその人は取得者となりますよね、経済的な価値は幾らかわかりませんが。そうすると、課税しないとおかしいということにならないですか。

○山田 特定口座に入れるという段階でということですか。

○岸田 ええ。特定口座に入れる意味って、どういうことなのですかね。

○山田 あくまでも、投資家が売却したときの課税の申告の問題ということですが。ただ、割り当てられた時点では課税関係は生じないと理解しています。

○岸田 何らかの権利、オプションが入ってくるわけですね、無償で入るわけですから。1円か100円かわかりませんが、とにかく何か入ってくるわけだから、課税できるということにならないですか。

○山田 配当課税みたいな形で課税するということですか。

○岸田 とにかくオプションはやっぱり価値があるわけで、無償って、ただじゃないでしょう、幾らかわからないけど。さっきの例では、理論価格が750円で、250円ももらうことになりますからね。

新株予約権の行使期間について

- 松尾 最初の森本先生のご質問のところが少し理解が及ばなかったのでお尋ねします。行使失念分の予約権を会社が取得して、自己新株予約権の処分として証券会社に譲渡するということです。しかし、行使を失念したというためには、行使期間が過ぎていることが前提になるのではないですか。
- 山田 そうですね。
- 松尾 そうすると、その場合の行使期間というのはどういう意味でしょうか。行使期間を過ぎていれば譲渡を受けた証券会社は予約権を行使できなくなるのではないですか。
- 山田 恐らく上場している中で、会社として行使の受け付けはここまでいたします、ただ、行使期間はもうちょっと後ろまで設定されていますという状態です。
- 前田 もちろん行使期間中の話ですね、譲り受けたものは行使しないといけませんので。取得条項をつけるときに、行使期間末日よりも一定期間前の一定の日を決めるわけですね。
- 松尾 会社法上の行使期間とは別に、事実上の行使期間か何かを設けるということですか。
- 山田 そうですね。
- 森田 取得条項日と権利行使期間の最終日とは違う。
- 松尾 それはわかるのですが、要するに証券会社だけが行使できる行使期間と一般の投資家が行使できる行使期間が事実上でできてしまうという、そういう理解でよろしいですか。
- 山田 そうですね。
- 松尾 それは、先ほど森本先生がおっしゃった発行条件の均等ということにはひっかからないということですか。
- 山田 ただ、証券会社の場合、当初の割当てを受けるわけではないので、発行条件の均一性の対象になり得るものなのですか。
- 前田 取得条項は全部の新株予約権につけるわけですから、発行条件の均等の問題は生じないではありませんか。その取得条項の内容として、どの日に会社の判断で取得できるかという日を決めるのですが、その日を行使期間末日より少し早目に決めればいだけのことですね。
- 松尾 取得条項を使えば問題はないということでしょうか。そうしますと、自分で行

使う意思で予約権を持ち続けている株主・投資家と失念した投資家さんというのはどうやって区別するのですか。

○山田 それはもう多分同じ取り扱いになるのだと思います。いわゆる会社の取得条項の行使を期待して待っている投資家もいるでしょうし、よくわからないのでずっと置いていらっしゃる投資家の方もいらっしゃるでしょうし、結局そういう人たちの分は、行使されていないものはすべて取得条項が行使された時点で取得されると。

○森田 一括して金銭でくれると。

○松尾 やはり行使期間が終了する前に全部取得されてしまうことになりますね。

○山田 最終的な行使期間が終了する前に……

○松尾 証券会社のために行使期間を少しとっておくことになるわけですね。

○山田 そうですね、そういう意味では、上場する期間が実はすごく短くなってしまいう問題がありますね。上場のルールとしても、いわゆる基準日から行使期間の終了日までというのは、2カ月以内でないと上場基準に乗ってこないというのがありますので、実際に取引所に上場されている期間は2～3週間という状況だと思います。中には、そういう状況を認識していない既存株主も多分いらっしゃる。

○松尾 だから、上場廃止と同時に事実上取得されて行使も不可能になるということを周知しておかないと、別に上場廃止になったって権利行使日はまだ先なんだから持っておけると思っている人がいると、非常にまずいですね。

○山田 そうですね。

○松尾 その人のものも強制的に取得されちゃうということですね。

○森田 目論見書の特記事項ですね。（笑）

○松尾 そういうことになる可能性も……

○山田 発行時点でのプレスリリースであつたりとか、その後にQ&Aをホームページに載せるとか、いろんな形で説明していかなきゃいけないでしょうし、そこは証券会社などでも、証券会社に口座をお持ちのお客様でこういった新株予約権の割当てを受けられた方へのご説明ですとか、こういったものもきっちりやらないといけないという状況なのだろうと思います。

金融商品取引法上の法的な取扱いについて

○黒沼 ノン・コミットメント型の場合に、上場新株予約権の市場価格が理論価格より

も低くなってしまうと、割り当てられた既存の株主に不利益が生じるから問題であるという点は、そのとおりで、現にそのような状況が生じているのではないかと思います。そのためにコミットメント型にすると、コミットメント型の取得条項の定め方がよくわからないのですが、取得価格をなるべく理論価格に一致するように定めておけば、新株予約権の市場価格が理論価格よりも大きく下がるといったことはないと思います。そうすると、株主の保護にとってはいいと思われそうです。

それで、私が聞きたいのは、金融商品取引法上の法的な取扱いがどうなのかということです。コミットメント型にした場合に、これは新株予約権についての元引受契約が締結されたことになるのでしょうか。それとも、最初に発行して上場したものと後でコミットメントに従って買い付けるものは全然別個のものとして考えているのか。それによって有価証券届出書に虚偽記載があった場合の責任関係に大きな差が生じてくると思いますし、さらに引受審査の内容とか質にも差が出てくると思うのですけれども、今のところはどのようなふうにご考えておられるのか、お聞かせいただければと思います。

○山田 今、私どもが金融商品取引法の引受けの定義を考えていく中で、引受けというのは、有価証券を取得して当該有価証券を転売する、これを目的に引き受けるものであるという定義がございまして、新株予約権を買い受けて、そのまま新株予約権として転売するのではなくて、権利行使して株に換えますというようなことを考えると、形式的には、いわゆる金融商品取引法上の引受けには当たらないというふうに認識しております。いわゆるコミットメント型による新株予約権の譲り受けというのは……

○黒沼 今、株に換えるということの問題にしているのではなくて、最初に割り当てて発行した新株予約権に残りが生じた場合に、それを一たん会社が引き取ってから証券会社がもう一度買い受けるということですから、その部分が最初のもの残額引受けに当たるのかなと思ったのですが、その点に関してはいかがですか。

○山田 その点に関しても、当該有価証券の全部または一部につき、これを取得する者がいない場合にその残部を取得するというので、当初割り当てられたものはすべて株主に取得されるということを見ると、形式的には残額引受けには当たらないように金商法上は読めてしまうというような理解をしております。

○黒沼 それは金商法を変えたほうがいいです、そしたら。(笑)

○山田 ただ、じゃ引き受けに当たらないのであれば、一体これって何なんだということ議論する中では、まずは一般的な発行会社と証券会社との間の有価証券の売買とい

うようなことで構成せざるを得ないのかなど。それも、しかも発行会社は証券会社に対して新株予約権を売る権利を持っている、いわゆるプットオプションを証券会社に対して発行体は保有している状態なのかなというふうに思っております、そのプットオプションの売買契約みたいなものがコミットメント契約ということになるのかなというようにも考えてはおります。

ただ、形式的に、金商法の2条6項1号、2号には当たらないという議論は我々しております。

○黒沼　きょうのお話を聞きながら考えていたのですけれども、確かに株主割当てで発行して、自分は売れ残りを取戻するというのだと、投資家に対する大規模な勧誘行為がないので規制は必要ないという感じはするのですね。しかし他方で、先ほど言ったように、取得条項をつけて、その価格をいわば保証して売っているわけですから、その時期に株価が下がっても、新株予約権の市場価格は下がらない可能性がありますね。そうすると、資金調達が終わると一気に株価が下がるおそれがあるわけです。これは、均一の価格を決めて証券会社が引き受けて募集をする場合と似たような状況でして、いわば価格を証券会社が保証しているとも言えるので、金商法の引受けの概念に乗せて引受証券会社としての責任を負わせるほうが、投資者や資本市場のためにはいいと感じていたのですけれども、先生方のご意見はいかがですか。

○森田　株主割当て増資じゃなくて、これは昔でいう中間発行増資ですね。

○山田　そうです。

○森田　中間発行増資は、ある意味では時価発行なんですね。だから、従来の株主割当ては普通、額面払込みでやっていたから、それを真ん中辺に持っていつているというか、何かそんな感じのイメージですね。そうすると、徹底的なディスカウント時価発行ということですね、結局。それが希釈化を招かないために株主に限定してますというような売買ですね。ライツ・イシューを従来のものとパラレルに考えるのはなかなか難しいかなと思ったりもするけれどね。

株主権のほうが引受権より優先しているというふうに考えて出発するか、時価発行というふうに考えて出発するか、どちらが先かなという、そんな感じがしますね。

○黒沼　先ほど株価が下がると言ったのは、発行前の株価に比べて下がるということではなくて、発行期間が結構長いわけですから、その間に業績が悪化したり市況が悪化したりした場合に、株価だけ下がり、新株予約権の値段はずっと理論価格と同じだけ

ど株価は全然それとかけ離れているというようなことです。

その結果自体がいいか悪いかということよりも、結局、証券会社がコミットメントをすることによって、新株予約権の消化がやはり促されているわけで、そういう意味では販売促進になっているとも言えるのですね。ですから、募集や売出しに開示が求められるのと同じような要件は備わっていると見ることもできるのかもしれませんが。

大量保有規制や公開買付規制について

○川口　　ちょっと違う話ですが、コミットメント型のライツ・イシューにするには、証券会社による取得の際に、大量保有報告とか公開買付規制がかかってくるので、それへの改正が必要だというお話があったかと思います。たとえば、証券会社が引受けのために持っているとか、あるいは売出しを目的に持っている場合は、大量保有報告の対象から外れるんですよ。

○山田　　ええ、計算から外れます。

○川口　　しかし、コミットメント型における証券会社の取得は、これには該当しないということですかね。引受権を取得して、それを行使して株にして売り出すというのは、この概念には当てはまらないという理解ですか。

○山田　　形式的に引受けに当たらないというふうに考える以上は、やはり大量保有報告や公開買付規制の考え方で、そこだけ引受けの考え方を当てはめると言うわけにもいかないので、我々としては、今後、引受けの定義の考え方が変わるということでも……

○川口　　売り出す目的で持っていて同じですか。

○山田　　有価証券をということですか。

○川口　　ええ。保有する有価証券は新株予約権なのですが、それを行使し、売出しを行う有価証券は株券等となるのですが。

○山田　　そうですね、発行会社に売出しの開示を強いてまで、コミットして権利行使して取得した株を証券会社が売却していくのかというと、そういうわけではなくて、マーケットの状況を見ながら市場で売却するとか、あとは、機関投資家に売却するということが考えられます。

○川口　　そもそも、売出し自体が考えにくいということでしょうか。

○山田　　証券会社による売出しにすることは、現時点では想定しにくいかと思います。ライツ・イシューを発行する時点で届け出をし、さらに証券会社が売却しますという段

階で売出しの開示をし、というところで二重の手間とコストを発行会社に強いるのは、あまり合理的ではないだろうと。

○森田 別個の行為だと。

○山田 はい。

新株予約権の無償割当ては募集に当たるか

○前田 金融商品取引法との関係で、引受概念とともに募集概念についても、これはコミットメント型に限られないのですけれども、新株予約権の無償割当てというのは、通常の株主割当てとは違い、タダで交付しますので、申込みというのはないのですね。株主の申込みというプロセスがありませんので、取得の申込みの勧誘ということもないのですね、申込みがないのですから。そうしますと、形だけを見ると、募集でないようにも見えるのです。

ただ、実質を考えると、実質的な投資判断が行使段階では行われますので、その行使段階で行われる投資判断に備えて、必要な情報をいわば前倒しで開示させる。つまり、将来の行使を割り当てた段階で勧誘している、こう見て募集に当たると解することになるのでしょうか。

○山田 そこはですね、企業内容等の開示に関する留意事項、いわゆる企業開示ガイドラインといわれるものの中で、2-3の「新株予約権無償割当てに係る募集について」というところがございます、今先生がおっしゃった部分については、ここで読まざるを得ないのかなと思っている次第でございます。「会社法277条の規定による新株予約権無償割当てについては、新株予約権証券の取得勧誘に該当することに留意する。」というふうに……

○前田 ガイドラインでちゃんと定められているのですね。

○山田 新株予約権の取得勧誘に該当するかどうかという点については、例えば証券会社の営業マンが個人のお客様に新株予約権を行使しませんかと、そういう行使を促進する行為も新株予約権の取得勧誘に該当してしまうのか。そうすると目論見書を配らなきゃいけないのかとか、既存株主の方であれば既に目論見書をお持ちでしょうけれども、マーケットで新株予約権を買った方に、もうすぐ権利行使期間が終了とお声かけする行為が、権利行使を促すということで取得勧誘に当たるから目論見書の交付が必要ということになると、目論見書の使用者責任の問題などもありますので、お客様へのご案内

内は難しくなりますし、目論見書がなければお声かけが出来ないこととなりますので、そのような行為については、勧誘行為に当たらないとしていただかないと、証券会社としても困るのだろうと考えております。

- 川口 行為規制はかかってこないわけですか、勧誘の段階の。
- 山田 そのような行為も、勧誘でなければ何に当たるのかという議論もしている中で、お客様がお持ちになっている有価証券に対しての情報提供みたいなものの一環ということで整理できないかと。これをじゃあ取得勧誘に当たりますということになると、いろんな行為規制がかかってきてしまいます。ただただ、お持ちになっている有価証券に対して、もうすぐ行使期間が来ますとか、そういうふうに整理しないと、行使期間の終了が近付いていることのご案内ができないという、そういう問題が起きると。
- 森田 タカラレーベンはされたんですよね。
- 山田 上場された新株予約権の売買や権利行使の取り次ぎは、証券会社でやっています。
- 森田 今みたいな問題がありますから、正面切って入られてやられる場合は、今の法制だと若干難しいとお考えですか。
- 山田 今の中で問題ないように整理しながらやっていくのだろうと思っております。
- 森田 それでいけそうだと。

無償割当ての場合も有利発行規制がかかるか

- 岸田 さっきの話に関連して、無償割当ての場合にも、一応オプション価格というのは算定してやっているのですか、出すときは。
- 山田 発行する段階でのオプション価格の算定ですか。
- 岸田 それはなくて、これはあくまでも市場で下がったということですか。
- 山田 そうですね。もちろん、上場いたしますので、上場時に値段がつきますと……
- 岸田 これは株主側からは問題ないんですか。第三者割当てだと、有利発行とかありますよね。
- 山田 そうですね。
- 岸田 そういう場合だと、もちろん算定しなきゃいけないと思うけれども、これは必ずしもそうじゃないということですか。
- 山田 そうですね、株主割当てなので、有利発行規制の問題にはかからないという認

識をしております。

不公正ファイナンスについて

○岸田 時間がなくなって申しわけありませんが、残りの部分で、あるいは全体についてご質問・ご意見があればどうぞ。

○森田 別に僕はそれに賛成しているわけではないのですが、世でしばしば、上場したら暴力団が買ったってとめられないという言い方をされますね。他方、株を発行するときに、そんな人とわかっているのになぜ発行するのかといえぱやっぱりおかしいですよ。そうすると、物的会社で株主は多様性があるというのが前提であるとするなら、こういうようなものを規制しようとしたら、法律用語ではどういう用語でするのですか。

例えば、経営者の適格性についての疑問があるとか、経営の健全性、そういうような要件に当てはまるから規制するとか、それはわかります。倫理的には非常にいいと思うのですけれども、それを例えば証券会社はちゃんとやるんだとおっしゃるけれども、どういう観点でちゃんとやるのですかね。

○山田 不公正ファイナンスの問題というところですか。

○森田 何か変なところに行っているとか。それを今言った法律用語で言うのなら、どういうふうにお考えなのですか。

○山田 法律用語というふうになると非常に難しいとは思いますが、どうでしょう、証券会社として何か不公正ファイナンスに対応できるかという、証券会社が関与する場合は、証券会社が関与せずに行われるケースがあるので、それを証券会社が止められるかという、現実的に難しいなということは認識しております。

○森田 証券会社が関与されるときは、例えば今まででしたら、引受審査基準みたいなものがあつたりして、そういう中にそういうものが当然入っているんだという、そういう前提ですね。

○山田 引受審査の審査項目として、いわゆる適格性……

○森田 最近の現象に対して、それは証券会社が関与しなかったからそんなことが起こったのだと、こういう認識ですか。

○山田 直接的に引受けという形での関与はもちろんないという認識です。

○森田 第三者割当てだから。

○山田 そうですね。届け出そのものはもちろん発行会社が行いますが、その中でもし

証券会社に何かアドバイスを求められれば……

- 森田 金融庁が法律用語で審査するというのでチェックはできないのですかね、今の状態で。第三者割当てでも届けられるわけだからね。
- 山田 ええ。で、その届出書の中での記載内容をいわゆる財務局であったり、開示当局が審査する形……
- 森田 そのときに、取締役の適格性とか、偶発性の損失の可能性とか、そういうようなところの審査とか、何かそういうふうにはいかんのですかね。
- 山田 そうですね、あくまでも届け出がなされたものについて、要件を満たしているかどうかは見られると思いますが……。
- 森田 本当ですか。審査しないといけないのと違いますか、あれは一応。効力発生期間の間は審査していくことになっているんでしょう。
- 山田 発行会社の中身まで審査をするわけではなくて、届出書が要件を満たすのかどうかを見るのだと思います。
- 藤倉 取引所のルールとしては、企業行動規範というもので遵守すべき規範というジャンルがありまして、そこに反社会的勢力とかかわらないという規範があって、そこに反した場合には上場廃止になるというルールが全国取引所みんな共通に持つようになっています。いろいろとそれぞれ努力を取引所がしているということです。
- 岸田 推薦書を出すということは、やっぱり何か責任を問われるということですか、後で。最近でもありましたね、上場後すぐ廃止になった会社が。ああいう場合に、反社会的と言えるかどうかわかりませんが……。
- 山田 そこはどうでしょう。やはり推薦して上場する以上、上場直後に何か大きな問題が起きれば、主幹事はちゃんと審査したのか話になるでしょうし……
- 岸田 必ず監査法人が監査してるわけですね。
- 山田 そうですね。
- 岸田 それにもかかわらず、証券会社が訴えられることがあり得るわけですか。
- 山田 最近あった、これは虚偽というか、粉飾決算になりますがF O Iの事件については、引受証券会社全社が、これは目論見書の虚偽記載に関したものととして株主から訴訟されるようなケースもありますし……。ただ、そういうところで、本当に審査責任、引受責任というものをどう考えるかというのは難しいとは思いますが……。
- 岸田 それでは、ちょうど時間が参りましたので、山田さん、どうもありがとうございます。

いました。

それでは、本日の研究会はこれで終わらせていただきます。