

ライツ・イシューに関する金融商品取引法の改正

1. はじめに

平成23年5月17日に「資本市場及び金融業の基盤強化のための金融商品取引法等の一部を改正する法律」(以下「本改正法」といいます。)が成立しました。本改正法には、新たなエクイティ・ファイナンスの手法として期待されているライツ・イシュー(ライツ・オファリングと呼ばれることもあります。)に関する改正が含まれているため、注目されています。そこで、本ニューズレターでは、本改正法の内容及び本改正法がライツ・イシューに与える影響について検討します。

2. ライツ・イシューとは

(1) ライツ・イシューの特徴

ライツ・イシューとは、株主全員に新株予約権を無償で割り当てることによる増資手段をいいます。新株予約権を割り当てられた株主は、①当該新株予約権を行使して金銭を払い込み、株式を取得することもできますが、②新株予約権を行使せずに市場で売却することもできます。従って、(i)持分比率の低下を嫌う株主は新株予約権の行使によりそれを回避でき、(ii)追加出資を嫌う株主は新株予約権の売却により追加負担を回避できることとなります。そのため、ライツ・イシューは、投資家保護に資する増資方法として評価されています。

(2) ライツ・イシューの種類

ライツ・イシューにおいては、新株予約権が無償で株主に割り当てられるため、株主が実際に新株予約権を行使して行使価格を払い込まなければ資金調達の目的を達成できません。そこで、株主が行使しなかった新株予約権について証券会社が引き受けて行使する「コミットメント」という方法があり、このような方法はコミットメント型のライツ・イシューと呼ばれます。

我が国ではこのコミットメント型ライツ・イシューの実例はありませんが、①発行者が取得条項に基づき未行使分の新株予約権を取得した上で、②証券会社に対して当該新株予約権を売却し、③当該証券会社が新株予約権を行使して取得した株式を売却するというスキームによって行われることが想定されています。

他方で、このような証券会社の関与がないものはノン・コミットメント型のライツ・イシューと呼ばれます。

3. 本改正法がライツ・イシューに与える実務上の影響

前記のとおり、本改正法は、ライツ・イシューに影響を与える改正を行っています。そこで、以下では、本改正法の問題意識と具体的な改正内容について検討します。

(1) 目論見書の交付方法の弾力化

① 問題意識

ライツ・イシューでは、株主全員に対して目論見書を交付する必要がありますが、株主数の多い企業にとっては、大きな事務負担になるため、ライツ・イシューの阻害要因になっていました。

本ニューズレターの執筆者

ふじもと ゆきひろ
藤本 幸弘パートナー
弁護士せきぐち たかひろ
関口 尊成アソシエイト
弁護士

本ニューズレターは法的助言を目的とするものではなく、個別の案件については当該案件の個別の状況に応じ、弁護士の助言を求めて頂く必要があります。また、本稿に記載の見解は執筆担当者の個人的見解であり、当事務所または当事務所のクライアントの見解ではありません。

西村あさひ法律事務所 広報室
(電話: 03-5562-8352 E-mail: newsletter@jurists.co.jp)

② 改正内容

そこで、本改正法は、当該新株予約権が金融商品取引所に上場されており又はその発行後遅滞なく上場されることが予定されている場合には、株主への目論見書の交付に代えて、(i)有価証券届出書等の提出、(ii)有価証券届出書等の提出がなされた旨その他一定の事項(詳細は内閣府令に委任されていますが、EDINETの掲載ページのアドレス等の情報が要求されると思われます。)を日刊新聞紙に掲載することで足りるとしました⁽¹⁾。

これにより発行会社の事務負担が軽減されるため、ライツ・イシューがより選択され易くなります。

(2) 「有価証券の引受け」の範囲の見直し

① 問題意識

コミットメントを行う証券会社は、発行される新株予約権のうち行使されなかった分について発行会社から取得した上で行使することをあらかじめ約束することになりますが、これは「残額引受け」⁽²⁾を行うことと行為態様やリスク負担の点で類似性を有します。しかし、従来、かかる証券会社のコミットメント(株主による未行使分の新株予約権の取得・行使を約束する行為)が金融商品取引法上の「有価証券の引受け」に該当するかは明確ではなかったため、証券会社のコミットメントについても必要な規制が適切に課されるように対応すべきという指摘がありました。

② 改正内容

そこで、本改正法は、コミット証券会社による未行使分の新株予約権の取得・行使を「有価証券の引受け」と位置付け、適切な引受審査の義務付け等の規制を課すこととしました⁽³⁾。これにより主に以下のような規制が課されることとなります。

(i) 著しく不相当と認められる数量・価格等の条件による引受けが禁止されること⁽⁴⁾

(ii) 発行者の財務状況、経営成績その他引受けの適否の

判断に資する事項の適切な引受審査が義務付けられること⁽⁵⁾

(iii) 有価証券届出書の虚偽記載があるときは、取得者に対して損害を賠償する責任を負うこと⁽⁶⁾

(iv) 株式を売却する場合において、引受人となった日から6か月を経過する日までは、その買主に対し買入代金につき貸付けその他の信用の供与をすることができないこと⁽⁷⁾

(3) 公開買付け規制における見直し

① 株券等所有割合

(i) 問題意識

現行制度では、新株予約権の無償割当てが実施され、全株主に対して新株予約権が割り当てられると、割当て時点において、各株主の株券等所有割合が増加します。これは、当該株主及びその特別関係者に割り当てられた新株予約権に係る議決権は株券等所有割合の計算式の分子及び分母に加算されますが、他方でその他の者に割り当てられた新株予約権に係る議決権は株券等所有割合の計算式の分子にも分母にも加算されないため、当該株主の株券等所有割合が増加するからです。

しかし、コミットメント型のライツ・イシューの場合には、証券会社のコミットメントがあるため、最終的には発行された全ての新株予約権がコミット証券会社により行使されることが確保されています。そして、コミット証券会社により未行使の新株予約権が全て行使された時点では、株券等所有割合の計算式の分母に新株予約権の行使により交付された全ての株式(他者に割り当てられた新株予約権が行使されたことにより交付された株式も含まれます。)に係る議決権が加算されることとなります。従って、コミット証券会社による行使時点で当該株主の株券等所有割合は、(割り当てられた新株予約権を行使する以外に株式の取得・処分を行っていない場合)再び減少します。

そこで、このようなコミットメント型のライツ・イシューの特徴に

鑑みて、割当てから行使までの間の変動の特性を捉えた適切な手当が必要であるという指摘がなされていました。

(ii) 改正内容

本改正法に関する政省令では、かかる指摘に対応して、新株予約権の無償割当て時点で株券等所有割合が変動しないように調整することが予想されます。

なお、このように割当て時点で株券等所有割合を変動させないとした場合、いつの時点で株券等所有割合を変動させるのかが問題になります。この点は現時点で明らかではありませんが、例えば、コミット証券会社が未行使分の新株予約権を行使した時点で変動させるとすることもあり得ます。

② 株券等保有割合

大量保有報告制度における株券等保有割合でも、公開買付け規制における株券等所有割合と同様の問題が生じますので、公開買付けにおける株券等所有割合と同様の調整が行われることが予想されます。

③ 公開買付け規制の適用対象

金融庁は、本改正法に関し、新株予約権のうち、「公開買付けによらないで取得されても投資者保護のため支障を生ずることがないと認められるもの」について、その新株予約権の行使を公開買付け規制の適用対象とすることができるよう、公開買付け規制の適用対象範囲の修正を行うとの説明を行っています⁽⁸⁾。

この「公開買付けによらないで取得されても投資者保護のため支障を生ずることがないと認められるもの」の内容は内閣府令で整備されるため、現時点では具体的な内容は明らかではありません⁽⁹⁾。ただ、上記で述べたように、コミット証券会社が未行使分の新株予約権を行使するまで株券等所有割合を変動させないとした場合、本来であれば公開買付け規制が及ぼされるべき事案に規制が及ばなくなる場合が生じるため⁽¹⁰⁾、このような場合を想定して、「新株予約権の行使の時点」

で公開買付け規制の適用ができる余地を残したものと考えられます。

なお、コミット証券会社がコミットメントにより取得・行使する新株予約権(及び当該新株予約権を行使したことにより取得した株式)については、新株予約権行使によって取得した株式を一定期間内に処分すれば、公開買付け規制の対象としないという取扱いもあり得ます⁽¹¹⁾。

(4) インサイダー取引の重要事実の明確化

株式の募集・無償割当て、新株予約権の募集は、インサイダー取引の重要事実ですが、新株予約権無償割当ては明記されていませんでした。

そこで、本改正法は、新株予約権無償割当てをインサイダー取引の重要事実として記載して適用関係を明確にしました⁽¹²⁾。

(5) 継続開示書類が提出された場合の訂正届出書の取扱い

① 問題意識

有価証券を募集によって取得させるには、有価証券届出書を提出する必要がありますが、提出された有価証券届出書の効力が発生した後であっても、新株予約権の行使期間が満了するまでの間に有価証券報告書等の継続開示書類が提出される場合、発行会社は、訂正届出書を提出しなければなりません。

しかし、ライツ・イシューにおいては、有価証券届出書の効力発生から新株予約権の行使期間満了までが一般的に長期間(2.5 か月から 3 か月程度)となることから、継続開示書類の提出日を外して有価証券届出書の提出から行使期間が満了するまでの期間を設定することが困難です。その結果、ライツ・イシューでは訂正届出書の提出を避けることができず、実務的な負担になっています。

② 今後の方向性

この点に関し、本改正法で明確には言及されていませんが、金融庁・開示制度ワーキンググループの報告⁽¹³⁾を考慮すれば、本改正法に合わせて整備される政省令又は開示ガイドライン等で対応されることが予想されます。具体的には、有価証券届出書の効力発生後に継続開示書類が提出される場合であっても、あらかじめ当該有価証券届出書に継続開示書類の提出等の時期が記載されているときには、訂正届出書の提出を不要とする改正が行われることが期待されます。

4. その他の課題

本改正法による制度整備により、ライツ・イシューの制度がより明確化され、また、目論見書の交付が簡略化される等事務負担が軽減されました。従って、本改正法についてはライツ・イシューの利用をより促進するものとして積極的に評価することができます。もっとも、ライツ・イシューの利用をさらに促進するためには課題も残されています。以下ではかかる課題のうちのいくつかを取り上げて検討します。

(1) 割当通知

① 問題意識

ライツ・イシューを行う場合、行使期間の初日の 2 週間前までに会社法上の割当通知(会社法 279 条 2 項)が割当てを受ける株主に到達しなければなりません。

この点、発行会社は、新株予約権を割り当てる株主の確定後に宛名ラベル貼り・封入その他の発送作業を行う必要がありますが、株主数によっては当該作業に数週間を要する場合もあると思われます。これに加えて、割当通知からさらに行使期間開始まで 2 週間を空けなければならないとすると、新株予約権の発行後 1 か月間程度行使できない状況が継続してしまいます。さらに、新株予約権の行使期間を一定程度確保する必要があることも考えると、ファイナンス期間の長期化が否めません。

しかし、このようにファイナンス期間が長期化してしまうと、コミット証券会社の引受けリスクが高まり、コミット証券会社のコミットメントを得にくくなる等の問題が生じるため、制度利用の促進の観点からも、割当通知の期間の短縮が検討されるべきだと思われます。

② 法務省法制審議会の会社法制部会における議論

法務省法制審議会の会社法制部会において、「新株予約権無償割当ての効力発生日後遅滞なく、かつ、新株予約権の行使期間の末日の 2 週間前までに割当通知をすべき旨の規律」が議論されており⁽¹⁴⁾、これが制度化されれば、全体のファイナンス期間を 1 か月から 1.5 か月程度に短縮することができると思われます。

(2) 外国の証券規制への対応

① 問題意識

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・イシュー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ります。実務上は、米国 1933 年証券法との関係が特に問題になります。すなわち、米国居住者による新株予約権の行使は同法上の「募集」に該当するため、発行会社は、米国証券取引委員会(SEC)への登録義務が生じます⁽¹⁵⁾。また、SEC登録後には米国 1934 年証券取引所法に基づく継続開示義務も発生しますので、実務上は企業にとって大きな負担です。

② 株主平等原則との関係

この点、欧州では一定の外国居住者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とされます。我が国においても外国居住者による新株予約権の行使を制限する方法が考えられますが(例えば、外国居住者が新株予約権を行使できないものとし、かつ、当該外国居

住者が保有する新株予約権を有償で取得すること等が検討されると思われます。)、会社法上の株主平等の原則との関係が問題になります。

従って、ライツ・イシューに外国の証券規制が適用されるのを回避するために外国居住者による新株予約権の行使を制限しても同原則に抵触しない旨が会社法、政省令、ガイドライン等によって明らかにされれば、ライツ・イシューの利用可能性がより高まると考えられます。

③ 実務的な対応

ところで、株主平等原則について会社法の観点からの手当てがなされ、法律上外国居住者の新株予約権行使を制限することができることが明確になったとしても、実際に運用するにあたっては、新株予約権を行使した者のうち、いずれが外国居住者かを判別する手続きが必要になります。しかし、現在のところ、証券保管振替機構の対応を含めた制度は整備されていないため、発行会社が口座管理機関への任意の協力を求めて新株予約権を行使する者が外国居住者ではないことを可及的に確認せざるを得ないと思われまます(例えば、株主が新株予約権を行使する際に口座管理機関に提出する行使取次書に「外国居住者ではない」旨の表明保証文言を記載し、行使者に当該書面を提出させることで確認する等。)

もっとも、かかる方法には強制力がないという限界があるため、外国居住者の実務上の判別手続きについても制度を整備することが望まれます。

5. おわりに

本改正法は、ライツ・イシューとの関係で以前から指摘されてきた問題点に取り組むものであり、本改正法で解決されていない問題点はあるものの、ライツ・イシューの促進に意味のある改正であると評価できます。本改正法を一つの契機として今後ライツ・イシューが積極的に活用されることが期待されます。

ライツ・イシュー関係の改正事項の施行日は、公布日(平成23年5月25日)から1年以内とされています。順調に進め

ば、本改正法は、改正に係る政省令のパブリックコメント手続きを経て政省令を改正すると合わせて、来年4月1日から施行されると予想されます。

以上

- (1) 金融商品取引法(以下「金商法」といいます。資本市場及び金融業の基盤強化のための金融商品取引法等の一部を改正する法律による改正を含みます。以下同じ。)13条1項但書、15条2項
- (2) 「残額引受け」とは、有価証券の募集等に際し、当該有価証券の全部又は一部につき他にこれを取得する者がいない場合にその残部を取得することを内容とする契約をすることをいいます(金商法21条4項2号)。
- (3) 金商法2条8項6号、2条6項、21条4項3号、28条7項3号
- (4) 金商法40条2号・金融商品取引業等に関する内閣府令(以下「業府令」といいます。)123条1項3号
- (5) 金商法40条2号・業府令123条1項4号
- (6) 金商法21条1項4号、4項3号
- (7) 金商法44条の4
- (8) 金商法27条の2第1項
- (9) ①新株予約権無償割当てにより取得したものであること、②発行から行使期間の末日までの期間が長期間に及ぶものでないこと、及び③全ての新株予約権について行使する旨のコミットメントが約されていること等の要件を満たすものが想定されています(野崎彰ら「開示制度等の見直し[上]-ライツ・オフリング」旬刊商事法務1936号33頁注(14))
- (10) コミット証券会社が発行会社から新株予約権を譲り受けた結果、コミット証券会社の株券等所有割合が1/3を超える場合が考えられます。但し、この場合には25名未満の全員同意による適用除外が認められる可能性があります(金商法27条の2第1項但書、同法施行令6条の2第1項7号、発行者以外の者による株券等の公開買付けの開示に関する内閣府令(以下「他社株府令」といいます。)2条の5第1項)。
- (11) この場合には、取得した新株予約権(及び当該新株予約権を行使したことにより取得した株式)に係る議決権を一定期間株券等所有割合の算定に含めないことが許容されるように他社株府令7条1項2号等を改正する必要があります。
- (12) 金商法166条2項1号ホ
- (13) 「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・オフリング」)に係る制度整備について～:金融庁
- (14) 会社法部会第10回会議(平成23年2月23日開催)の議事録
- (15) 但し、①米国証券法ルール801に基づく登録免除、②米国証券法4条2号に基づく適格投資者向け私募による登録免除、③米国居住者が新株予約権を行使できないこととする対応によって、そのような登録を免れることができます。